

Rapport annuel du Conseil de la régulation financière et du risque systémique

1. Le Corefris réunit les acteurs publics concernés par les questions de stabilité financière et de coopération financière internationale

Le Conseil de la régulation financière et du risque systémique (Corefris) a été créé par la loi 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière¹ et réuni pour la première fois le 7 février 2011.

Présidé par le ministre en charge de l'économie, ce Conseil réunit l'ensemble des autorités de contrôle du secteur financier (le gouverneur de la Banque de France et président de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), le vice-président de l'ACP ainsi que les présidents de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité des normes comptables (ANC). Trois personnalités qualifiées, choisies en raison de leurs compétences et nommées pour cinq ans complètent le Conseil². Le secrétariat du Conseil est assuré par la Direction générale du Trésor.

1.1 Le Corefris vise à renforcer la coopération et la coordination entre les autorités françaises et assure un rôle d'alerte et de prévention concernant les risques du secteur financier

Le Conseil a succédé au collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier (CACES) dont le rôle était limité à l'échange d'informations entre autorités financières sous la présidence du ministre de l'économie et dont le champ apparaissait trop étroit. Tirant les leçons de ce constat, la loi fixe trois objectifs au Conseil.

Il vise en premier lieu à renforcer la coopération entre les institutions que ses membres représentent et à permettre un échange d'informations et d'analyses. De ce point de vue, la création du Conseil conforte la bonne coopération établie de longue date entre le ministère de l'Économie, des finances et de l'industrie (en particulier, la direction générale du Trésor), la Banque de France et les autorités de supervision (ACP, AMF, ANC). La création du Conseil renforce ces échanges et les formalise dans le respect de l'indépendance de chaque institution.

Le Conseil analyse la situation du secteur financier et évalue les risques systémiques. L'échange des points de vue avec tous les acteurs concernés facilite en effet l'identification en amont des facteurs de risque susceptibles de toucher plusieurs secteurs et d'avoir un impact sur l'ensemble du système financier. En termes de gestion des crises, il permet d'en faciliter une prompt analyse dès leurs premières manifestations et de rendre plus fluide la circulation de l'information pour faciliter la coordination des décisions. La première année d'existence du Conseil a ainsi permis aux institutions de partager leurs travaux dans un cadre unique et de confronter leurs diagnostics sur un certain nombre de questions.

¹ Voir texte en annexe 1. La loi créant le Conseil a prévu qu'un rapport soit rendu au Parlement chaque année. Ce premier rapport revient donc sur les travaux menés par le Conseil au cours de l'année 2011.

² Mme Florence Lustman et MM. Jacques de Larosière et Jean-François Lepetit – voir décret de nomination en annexe 1 de ce rapport.

Il permet par ailleurs de formaliser la coordination des autorités françaises dans les instances internationales et européennes en matière d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier. En effet, chacune des institutions représentées est partie prenante à ces travaux à différents niveaux :

- Le ministère de l'Économie est tout particulièrement actif dans le cadre du G20, dont l'importance s'est nettement accrue dans le contexte de la crise financière globale et qui donne une impulsion politique forte aux travaux engagés dans d'autres instances internationales ;
- Le ministère de l'Économie, la Banque de France et l'AMF sont membres du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) qui vise à renforcer la coopération entre les instances en charge de la supervision et de la stabilité financières des économies du G20 ainsi que les différentes institutions internationales compétentes sur ces sujets ;
- La Banque de France et l'ACP siègent au Comité de Bâle (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS) qui traite des sujets relatifs à la supervision bancaire et, en particulier, élabore les standards internationaux en matière de contrôle prudentiel des banques, l'ACP et l'AMF sont membres des organisations analogues en matière de supervision des assurances (*International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) et de régulation et surveillance des marchés financiers (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) ;
- La Banque de France siège au Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (*Committee on Payment and Settlement systems*) qui élabore, en collaboration avec les régulateurs de marchés, les standards internationaux en matière de systèmes de paiement et d'infrastructures de marché ;
- Le ministère de l'Économie négocie pour la France l'ensemble des textes européens applicables en matière de régulation financière ;
- Enfin, l'ACP et l'AMF sont membres du système européen de surveillance financière (*European System of Financial Supervision*, ESFS), notamment les trois Autorités de supervision européennes (*European Supervisory Authorities*, ESA, à savoir : l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des valeurs mobilières et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) ainsi que le Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board*, ESRB) - au sein duquel siège également la Banque de France.

La complexité de cette architecture d'élaboration des normes internationales nécessite une coopération étroite des différentes autorités partie à ces travaux, sous peine d'affaiblir les positions de négociations de la France. Dans ce contexte, le Conseil assure une synthèse de ces travaux, contribue à faire émerger une analyse partagée par les autorités des enjeux et des différentes options et veille à la cohérence d'ensemble de l'action des autorités françaises dans ces différentes enceintes.

Enfin, le Conseil a également un rôle d'alerte et de prévention concernant les risques du secteur financier : il peut à cet égard rendre publique sa position s'il l'estime nécessaire.

1.2 Avec la création du Corefris, la France est l'un des tout premiers pays européens à institutionnaliser la surveillance macroprudentielle

Le deuxième volet du mandat du Corefris (la surveillance des risques macroprudentiels³) constitue une fonction essentielle du Conseil. La crise a démontré l'importance d'une surveillance de ce type pour repérer l'émergence de fragilités structurelles dans le système financier et prévenir la matérialisation de risques qui ne relèveraient pas strictement de l'un ou l'autre des superviseurs ou nécessiterait une action concertée des autorités.

Tab. 1 : Présentation des approches macro- et microprudentielle

	Approche microprudentielle	Approche macroprudentielle
Objectif	Limiter le risque de défaillance (et les conséquences d'une éventuelle défaillance) des institutions prise individuellement, protéger les épargnants	Limiter la probabilité de tensions systémiques (impliquant une partie significative du système financier) et l'impact macroéconomique de ces tensions
Champ de la surveillance	Institutions financières individuelles	Système financier pris dans sa globalité
Compréhension des risques	Risques indépendants des actions de chaque acteur financier pris individuellement	Risques endogènes (résultant de l'action collective des acteurs et de leurs interactions)
Approche opérationnelle	Par présupposé, la robustesse individuelle des institutions garantit la robustesse du système financier. La surveillance microprudentielle requiert une forte spécialisation des superviseurs	La stabilité financière est appréciée au niveau global (y compris le système bancaire parallèle). La surveillance macroprudentielle nécessite une forte transversalité et l'exploitation de la complémentarité des expertises et des perspectives

Comme l'indiquait le ministre à l'issue de la première réunion du Corefris en février 2011, avec ce Conseil, « la France est l'un des tout premiers pays européens à se doter d'une véritable tour de contrôle pour surveiller les risques financiers ».

La mise en place du Conseil est intervenue parallèlement à la création, au niveau européen, du Comité européen du risque systémique (*European Systemic Risk Board, ESRB*⁴) qui assure le volet macroprudentiel de la surveillance financière.

D'autres pays ont aussi mis en place de nouvelles institutions dont le mandat comprend une surveillance macroprudentielle. Ainsi, le Dodd-Frank Act⁵ (adopté en juillet 2010) a institué aux États-Unis un conseil (le *Financial Stability Oversight Council, FSOC*) rassemblant, sous la

³ Par opposition à la surveillance microprudentielle qui repose sur une supervision individuelle des institutions financières et des marchés.

⁴ Figurant parmi les propositions du rapport Larosière (février 2009), la création de l'ESRB a été décidée dans le cadre du paquet sur la surveillance financière adopté à l'automne 2010 (publication au JO-UE le 15 décembre 2010). La séance inaugurale de l'ESRB s'est tenue le 20 janvier 2011.

⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

présidence du Secrétaire au Trésor, l'ensemble des régulateurs et superviseurs américains. Au Royaume-Uni, un comité (le *Financial Policy Committee*, FPC) placé sous l'égide de la banque centrale britannique (*Bank of England*) a été mis en place sur une base provisoire en février 2011. Des réflexions sont en cours dans d'autres pays (notamment, Allemagne, Canada, Italie) pour créer un conseil de ce type ou formaliser la dimension macroprudentielle du mandat de conseils existants.

2. Depuis sa création, le Conseil s'est réuni à trois reprises en février, juillet et novembre 2011

Chacune de ces réunions a permis de faire un point de situation général sur la stabilité financière – notamment dans un contexte de tensions renouvelées depuis l'été. Ces premiers travaux du Conseil ont aussi été l'occasion de dresser un tableau complet du financement de l'économie française afin d'appréhender les éventuelles vulnérabilités du système financier français et d'apprécier les principaux enjeux des nouvelles réglementations prudentielles.

2.1 La stabilité financière a fait l'objet d'un suivi attentif

Le Conseil a eu l'occasion d'échanger régulièrement sur la situation macrofinancière et la stabilité financière.

Le 1^{er} semestre 2011 s'est largement inscrit dans le prolongement de la reprise amorcée fin 2009 et de la normalisation progressive constatée sur la plupart des marchés. Alors que les tensions sur les titres souverains sont encore limitées aux titres grecs (mise en place d'un programme d'aide en mai 2010 puis en juillet 2011), irlandais (novembre 2010) et portugais (mai 2011), la volatilité reste contenue⁶. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) remonte progressivement son taux directeur (avril, juillet).

Parallèlement, en France, les encours de crédit à l'économie (ménages et entreprises non financières) accélèrent nettement alors que les taux d'intérêt (orientés à la hausse de concert avec le resserrement progressif de la politique monétaire) restent à des niveaux historiquement bas. Plus généralement, le financement de l'économie bénéficie de conditions optimales.

A partir de l'été, la situation s'est brutalement dégradée.

L'un des premiers événements marquants de ce retournement a été la dégradation de la notation souveraine des États-Unis par l'agence de notation Standard & Poor's (début août). Le mois d'août a été marqué par un regain de tension sur les titres souverains des États de la zone euro, avec une contagion aux souverains italien et espagnol en particulier. L'été a aussi été marqué par une réappréciation à la baisse des perspectives de croissance des principales économies et notamment des perspectives de la zone euro.

Dans ce contexte, les OPCVM monétaires américains qui assuraient une part importante du refinancement en dollar des banques européennes ont réduit massivement leur exposition

⁶ Le tremblement de terre intervenu au Japon en mars a entraîné un regain ponctuel de volatilité au 2^e trimestre.

au secteur bancaire européen en août et septembre 2011, entraînant la réapparition de fortes tensions sur le refinancement bancaire.

Ces évolutions brutales ont amené la BCE à réactiver son programme d'achat de titres souverains (*Securities Market Program, SMP*, mis initialement en place en mai 2010) et à l'élargir aux titres italiens et espagnols (août 2011). Plus généralement, la BCE a aussi assoupli sa politique monétaire à partir de l'été (notamment, par la baisse des taux directeurs en novembre et décembre 2011, l'élargissement du collatéral éligible aux opérations de refinancement, en septembre et décembre 2011). Enfin, les accords de *swap* entre les principales banques centrales, mis en place au début de la crise (2007) ont été prolongés (juin et novembre 2011) jusqu'en 2013.

Parallèlement, la plupart des Etats de la zone euro qui connaissaient un regain de tension sur leurs dettes souveraines ont accentué leurs efforts pour rétablir la confiance dans la soutenabilité de leurs finances publiques.

Malgré cette réaction rapide, les tensions sur le refinancement des banques européennes se sont continuellement aggravées au cours de l'automne. Pratiquement aucune émission obligataire (*senior unsecured*) n'a été effectuée au 4^e trimestre tandis que les conditions d'émissions d'obligations collatéralisées (en France, les obligations foncières et à l'habitat) se tendaient fortement (baisse des volumes émis, augmentation des *spreads*). Les conditions sur le marché interbancaire à court terme se sont fortement dégradées. Sans atteindre les extrêmes enregistrés au plus fort de la crise en 2008 juste après la faillite de Lehman Brothers, le *spread* entre le taux pratiqué sur le marché interbancaire à 3 mois et le taux sans risque au jour le jour a atteint des niveaux analogues à ceux enregistrés immédiatement avant et immédiatement après cet épisode tandis qu'entre septembre et novembre, on assistait à une dislocation du marché du refinancement de court terme collatéralisé (*repo*) en euro.

C'est dans ce double contexte (tensions fortes sur les dettes souveraines des Etats de la zone euro et aggravation marquée des conditions de refinancement interbancaire) qu'est intervenue fin octobre la faillite du courtier MF Global (première faillite d'importance depuis celle de Lehman Brothers) et que Dexia a connu des difficultés importantes (pertes liées à sa restructuration ainsi qu'à son exposition à la Grèce).

Au printemps 2011, au regard des tensions sur les dettes souveraines de certains Etats de la zone euro (Grèce, Irlande, Portugal), l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority, EBA*) avait procédé à un exercice de tests de résistance (*stress tests*) des principales banques européennes. A l'automne, devant l'intensification de la crise, l'EBA a conduit un exercice visant à mettre en évidence les éventuels besoins de renforcement des fonds propres des banques. Les besoins en capital des banques, pour atteindre un ratio de 9 % de fonds propres de meilleure qualité d'ici le 30 juin 2012, s'élèvent à environ 115 Md€, dont 7,3 Md€ pour les banques françaises. L'Autorité a procédé à un premier examen, en février 2012, des plans de recapitalisation qui ont été présentés par les banques à leurs superviseurs nationaux.

Dans ce contexte, la BCE a mis en œuvre, au cours des derniers mois de l'année 2011 et au tout début de l'année 2012, une large gamme de nouvelles mesures non conventionnelles de politique monétaire. En particulier deux opérations de refinancement de long terme à trois ans, ont été décidées dans le contexte des circonstances exceptionnelles du dernier

trimestre de 2011 (en particulier, le stress très important constaté sur les marchés interbancaires en novembre).

Ces mesures ont produit des effets positifs. De concert avec la consolidation budgétaire et les réformes structurelles accélérées dans plusieurs pays de la zone euro, ainsi que les progrès constatés dans le renforcement de la gouvernance économique de la zone euro, elles ont contribué à une amélioration significative de l'environnement financier par rapport à la fin de l'année 2011 : les marchés ont rouvert, aussi bien les segments court et long terme, les titres collatéralisés que les obligations *unsecured*, tandis le marché interbancaire, quoique limité encore au court terme a recommencé à fonctionner.

Dans ce contexte très difficile, on a assisté à une réorientation des flux d'épargne de la part des ménages français, avec notamment la poursuite d'un retrait des placements en OPCVM déjà engagé en 2010 et un désengagement relatif de l'assurance-vie au second semestre. En 2011, la collecte brute en assurance-vie a fléchi légèrement pour s'établir au niveau constaté en 2008 tandis qu'on constatait un net accroissement des rachats : il en a résulté une très faible collecte nette d'assurance-vie. Ces mouvements peuvent s'expliquer par une baisse de la performance attendue et en particulier une diminution des rendements anticipés sur les fonds en euros (l'accroissement des prélèvements fiscaux et sociaux sur les intérêts ayant aussi pu jouer un rôle)⁷. En revanche, les livrets bancaires, défiscalisés comme fiscalisés, ont vu leurs encours augmenter substantiellement.

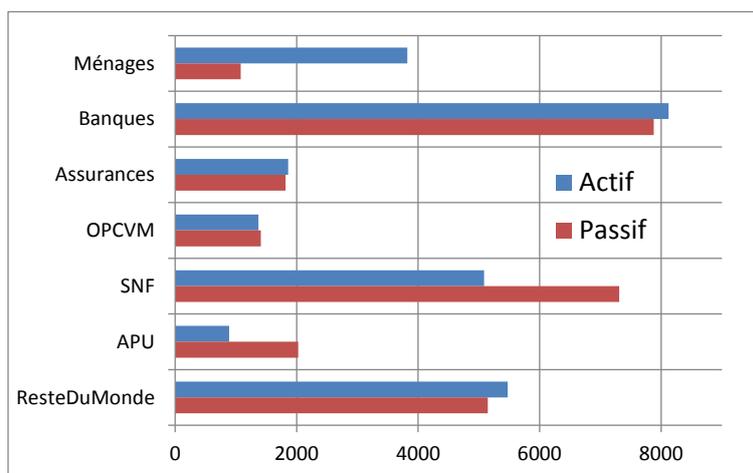
Malgré les très fortes tensions sur l'environnement financier des banques et le ralentissement de l'activité économique, les crédits à l'économie française, très dynamiques au 1^{er} semestre, ont globalement continué à progresser aux 3^e et 4^e trimestres. Les encours de crédit au secteur privé non financier se sont inscrits en progression de +5,1% en glissement annuel pour l'année 2011 après +4,0% en 2010, à un rythme toujours très nettement supérieur à celui observé en zone euro (+1,3% en moyenne). Du côté des entreprises, malgré le resserrement des conditions d'octroi de crédit constaté dans les enquêtes au 4^e trimestre, les encours ont globalement résisté, en hausse de +4,4% sur l'année (+3,9% pour les PME-TPE indépendantes). En particulier, les encours de crédit à l'investissement ont poursuivi leur progression régulière sur le deuxième semestre, pour finalement s'inscrire en hausse de +5,0% sur l'année. Du côté des ménages, malgré un net ralentissement au deuxième semestre, le rythme de progression des encours de crédits à l'habitat est resté élevé en 2011 (+6,3% à fin décembre contre +10% en mai). Les encours de crédit à la consommation ont poursuivi leur croissance régulière autour de 2% (+1,8% sur un an à fin décembre 2011).

⁷ Le rendement moyen des contrats (en euros) en 2011 doit être proche de 3% (FFSA). Outre la hausse générale des taux de prélèvements sociaux, non spécifique à l'assurance-vie, les contrats multisupports sont prélevés au fil de l'eau pour ce qui concerne le compartiment en euros depuis le 1^{er} juillet 2011 (contre un prélèvement au rachat dans le régime antérieur). La fiscalité à l'impôt sur le revenu n'a pas été modifiée mais les droits de succession ont été alourdis en 2011 (barème du prélèvement de 20% en cas de décès passant à deux tranches, fiscalisation en cas de démembrement de la clause bénéficiaire, suppression de l'avantage pour les non-résidents).

2.2 Les premiers travaux thématiques du Corefris ont porté sur le financement de l'économie et les impacts des réformes prudentielles en cours

Le financement de l'économie française peut être appréhendé au niveau macroéconomique à travers les comptes nationaux financiers, élaborés par la Banque de France. Ces comptes retracent, pour chaque secteur (ménages, sociétés non financières, administrations publiques, secteur financier (banques, OPCVM et assurances) et reste du monde), les détentions d'actifs financiers (dépôts, crédits, OPCVM, provisions d'assurance, obligations, actions, autres comptes à recevoir dont crédits commerciaux) ainsi que les passifs.

Graphique 1. Actif et passif des différents secteurs en 2010 (Md€)



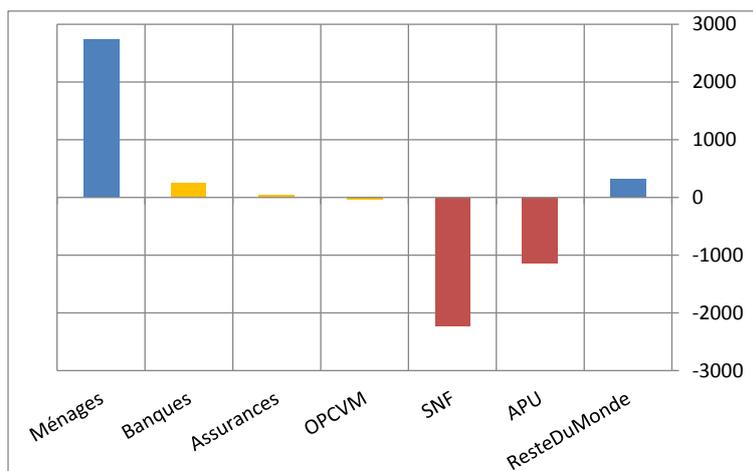
Source : Banque de France, Compte Nationaux Financiers

Entre 1995 et 2010 en moyenne, les ménages apportent 90% des financements alors que les SNF représentent 65% des besoins de financement⁸ et les APU 30%. Le reste du monde a une position nette quasi-nulle en moyenne sur la période. Les intermédiaires financiers que sont les banques, les assurances et les OPCVM (dont la balance est en principe équilibrée) expliquent le résidu⁹.

⁸ Il ne s'agit pas ici de « capacité » ou « besoin » de financement au sens de la comptabilité nationale (un flux) mais d'une mesure d'encours (« position nette »).

⁹ Les banques, intermédiaires financiers, présentent un actif net substantiellement positif depuis quelques années et contribuent à hauteur de 7% en 2010 aux besoins de financement globaux. Ce phénomène pourrait être dû à la couverture des risques liés aux échanges de produits dérivés.

Graphique 2. Position de financement net des différents secteurs en 2010
(Md€)



Source : Banque de France, Compte Nationaux Financiers

L'examen détaillé des comptes financiers sur les 15 dernières années¹⁰ permet de faire ressortir les trois points suivants :

- Le financement intermédié occupe une place prépondérante

Structurellement, les besoins de financement des entreprises et des administrations publiques (secteurs financés) sont comblés par les capacités de financement des ménages (secteur financeur). En termes de financement net, le reste du monde joue un rôle relativement résiduel, tantôt financeur net tantôt financé net¹¹. Ces financements peuvent être directs (par exemple, détention directe de titres par les ménages) ou indirects, par le biais d'un intermédiaire financier (banques, assurances, OPCVM).

En France, les financements entre secteurs reposent beaucoup sur l'intermédiation financière : entre 1995 et 2010, les financements intersectoriels en France sont souscrits à hauteur d'environ 75% par les intermédiaires financiers qui transforment des créances (en particulier, transformation de maturité).

- En forte augmentation depuis 15 ans, l'assurance-vie constitue le principal actif financier des ménages

L'importance relative des intermédiaires financiers dans l'économie fluctue sur longue période. Le principal phénomène à l'œuvre depuis 1995 est la montée en puissance de l'assurance, tirée par la popularité croissante de l'assurance-vie dans les placements des ménages. En effet, chaque année depuis 1995, l'assurance-vie constitue le premier flux d'épargne financière des ménages (64% du total en moyenne), ce qui confère aux assureurs

¹⁰ Voir la note « Analyse des comptes financiers français entre 1995 et 2010 » en annexe 2 de ce rapport. L'analyse ne porte pas sur les flux d'épargne au cours de la période la plus récente (2011 et 2012).

¹¹ Le caractère marginal de la position nette du reste du monde cache en fait un rôle plus complexe dans la mesure où les résidents français détiennent de nombreux actifs à l'étranger tandis que, réciproquement, les non-résidents (le reste du monde) détiennent de nombreux actifs en France. Néanmoins, compte tenu d'un rôle relativement résiduel en termes d'encours nets, on peut le négliger en première analyse.

une place de plus en plus centrale par l'importance du portefeuille dont ils assument la gestion. Ainsi, la croissance du bilan des assureurs a été plus rapide que celle du bilan des banques sur la période, les flux de dépôts des ménages connaissant une progression moins dynamiques que les versements de l'assurance-vie porté par des rendements nets attractifs.

En revanche, l'importance des OPCVM dans les circuits de financement de l'économie est restée stable même si leur rôle s'est peu à peu modifié. La détention directe d'OPCVM par les ménages a fortement diminué en proportion depuis 1995 (elle passe de 14% à 7,5%), mais a été compensée par une montée en puissance de leur implication dans la gestion des actifs collectés par les assureurs (de 11% à 22% de leurs actifs). Parallèlement, les OPCVM se sont de plus en plus orientés vers les actions (de 13% à 27% de leurs actifs).

- Après mise en transparence des intermédiaires, le choix d'allocation actions/obligations des ménages apparaît stable dans le temps

Si l'on procède à une mise en transparence des intermédiaires financiers (en réallouant aux détenteurs de leur passif les actifs qu'ils financent), on observe depuis 1995 une déformation du passif des SNF en faveur des actions tandis que les besoins de financement des APU, essentiellement couvert par l'émission d'obligations, se sont renforcés. Ces titres sont souscrits soit par les intermédiaires financiers, soit directement par les ménages. En conséquence, l'exposition totale des ménages aux titres, une fois pris en compte les actifs dont la gestion a été confiée à des intermédiaires, est en hausse de 30% sur la période. Parmi ces actifs, la part des actions est de 50% environ, relativement stable : l'augmentation de la part des actions en détention directe (22% du portefeuille) est contrebalancée par la hausse des actifs confiés aux assureurs, dont la gestion est principalement orientée vers l'obligataire (fonds dits « en euros »). L'exposition des ménages aux titres (et les risques liés) doit toutefois être relativisée pour prendre en compte, d'une part, la détention de titres non cotés¹², qui obéit à une logique spécifique, et, d'autre part, l'exposition via une détention indirecte, pour laquelle les ménages n'assument qu'en partie le risque financier associé.

Au cours de la période récente, la crise financière a provoqué des modifications dans le comportement des intermédiaires financiers. A ces changements se conjuguent les évolutions liées à la mise en place progressive de nouvelles réglementations financières qui devraient améliorer la stabilité des banques et du secteur financier en général mais pourraient également conduire le secteur financier à adapter son mode de financement de l'économie. Certaines de ces évolutions nécessitent un suivi attentif, notamment au niveau du Corefris, voire un accompagnement actif afin de veiller à ce que notre système financier permette une allocation efficace des financements disponibles et de prévenir l'apparition de nouveaux risques.

¹² Au passif des sociétés non financières, on recense 2 800 Md€ d'actions non cotées contre seulement 1 150 Md€ d'actions cotées (2010).

2.3 L'examen attentif par le Corefris de la situation du marché de l'immobilier a conduit à la mise en place d'un suivi plus précis de la distribution de crédits à l'habitat

Le marché immobilier français connaît depuis vingt ans une hausse des prix importante. Entre 2003¹³ et 2011, les prix dans l'ancien ont augmenté de 66 %. Les États-Unis, le Royaume-Uni ou l'Espagne ont connu des évolutions similaires jusqu'à une période récente. Rétrospectivement, on a pu constater dans ces trois pays que la dynamique des prix de l'immobilier témoignait d'une bulle spéculative. Lors du retournement des prix, le secteur bancaire de ces pays s'est retrouvé fragilisé par l'augmentation des créances douteuses dans les encours de crédit immobilier. Plus généralement, le développement de cette bulle et son éclatement ont eu des conséquences macroéconomiques plus larges.

Il apparaît donc déterminant de développer un diagnostic précis de la situation du marché immobilier français et de la distribution de crédit correspondante¹⁴ afin d'identifier l'existence ou l'émergence de risques et de mettre en place, le cas échéant, les mesures nécessaires pour éviter tout développement préjudiciable à la stabilité financière et prévenir d'éventuelles conséquences macroéconomiques.

Il n'est pas aisé de déterminer de manière univoque l'existence d'une bulle. A titre d'exemple, dans le cas du marché immobilier américain (où, rétrospectivement, il semble certain qu'une bulle s'est développée au cours des années 2000), alors même qu'il existe une large communauté d'experts et une abondante littérature académique sur ces questions, il n'a pas été possible de parvenir à un consensus avant 2007 alors que les prix ont commencé à se replier au cours de l'année 2006.

En comparaison, le marché immobilier français n'a pas fait l'objet de travaux aussi nombreux et aussi poussés¹⁵. En outre, si les méthodes développées dans les études étrangères (notamment américaines) peuvent être transposées utilement au cas français, leurs conclusions ne peuvent pas être directement appliquées au marché français, en raison de différences structurelles importantes : dynamique de demande et cadre fiscal, contraintes pesant sur l'offre de foncier, caractéristiques du marché du crédit immobilier (notamment, forte prévalence des emprunts à taux fixes en France, faible titrisation des créances, absence de *non recourse loan*¹⁶) et critères d'octroi de crédit conservateurs, par exemple.

Fondamentalement, le marché immobilier français est caractérisé par un déséquilibre entre l'offre et la demande. Il manquerait environ 250 000 logements pour satisfaire la demande.

¹³ Le choix de l'année 2003 comme référence est en partie arbitraire, mais correspond approximativement à un milieu de cycle.

¹⁴ Cf. notes d'analyse en annexes 3 et 4.

¹⁵ On peut néanmoins citer un certain nombre de travaux récents, notamment :

Centre d'Analyse Stratégique, *L'évolution des prix du logement en France sur 25 ans*, avril 2011

Banque de France, « *Bulle immobilière* » et *facteurs financiers ; aperçu d'un modèle structurel des marchés français et espagnol de l'immobilier résidentiel*, décembre 2009

Banque de France, *Cycles économiques et marché immobilier en France : faits stylisés et déterminants*, décembre 2009

Direction Générale du Trésor, *L'évolution du marché immobilier résidentiel en France*, Janvier 2010

Insee, *Les prix immobiliers en France : une évolution singulière*, juin 2011

¹⁶ Aux États-Unis, la volonté des originateurs de titriser rapidement les créances a conduit à un affaiblissement du niveau de vigilance et à une dégradation des standards d'octroi. Avec les prêts « non recourse », le créancier n'a comme recours que le bien hypothéqué (ce qui incite les emprunteurs à faire défaut en cas de forte baisse des prix).

En effet, alors que la croissance de la population a accéléré sur les années 2000 (de 0,3% au milieu des années 1990, à 0,7% sur la première moitié des années 2000), le stock de logement, prenant en compte les déclassements et les investissements réalisés, a poursuivi sa croissance au même rythme pendant la première moitié des années 2000. Cette insuffisance structurelle de l'offre est plus ou moins marquée selon les régions, en fonction notamment du foncier disponible¹⁷ et vaut aussi bien pour le secteur privé que pour le secteur public (HLM).

La demande reste robuste, en raison d'une démographie dynamique et du phénomène de décohabitation lié à l'évolution des modes de vie. Outre le besoin en service de logement, les caractéristiques financières de l'investissement immobilier le comparent favorablement avec d'autres investissements (historiquement, investir dans l'immobilier rapporte plus que placer son épargne en obligations) et l'investissement immobilier a également pu apparaître comme une valeur-refuge en période d'incertitude économique. Enfin, il est possible de réaliser cet investissement au moyen d'un levier d'endettement et la forte demande des années 2000 a été alimentée par la capacité à s'endetter à des taux d'intérêt fixes très faibles.

Face à cette demande, l'offre s'adapte inégalement. Au final, le diagnostic est donc globalement celui d'une demande de logement contrainte par l'offre.

Dans ce contexte, les prix de l'immobilier sont particulièrement sensibles à la capacité d'achat des ménages qui, dans le cas de la France et parmi d'autres facteurs structurels ou conjoncturels¹⁸, est notamment soutenue par l'offre de crédit bancaire. Parallèlement à l'augmentation des prix de 66% constatée entre 2003 et 2011, on constate ainsi une augmentation des encours de crédit à l'habitat de 120% sur la même période.

Afin d'apprécier le rôle joué par l'évolution des conditions d'octroi de crédit, on peut décomposer les évolutions de la capacité d'achat des ménages en fonction de ses principaux déterminants : taux d'apport, revenu moyen, taux d'effort financier¹⁹, taux d'intérêt et maturité. De cette analyse, il ressort qu'une partie significative de la hausse des prix de l'immobilier est tirée par l'accroissement de la demande solvable des ménages français.

Ce diagnostic est plutôt rassurant sur l'état du marché français²⁰ dans la mesure où l'augmentation de la capacité d'achat ne s'est pas traduite par un accroissement du risque (jusqu'en 2010 tout du moins). D'ailleurs, les standards d'octroi de crédit semblent être restés globalement rigoureux en France au cours de la période. On peut en effet distinguer deux types de facteurs déterminant cette augmentation :

- des facteurs comme l'augmentation du revenu et du taux d'apport qui tendent à réduire le risque de crédit ;

¹⁷ À titre d'exemple, la demande est très forte à Paris *intra-muros* et en région parisienne en général, mais la densité y est déjà très élevée et les possibilités de créer de nouveaux logements assez limitées.

¹⁸ On peut citer, par exemple, l'évolution du prix des actifs financiers ou encore les dispositifs publics de soutien à l'accession ou à l'investissement immobilier.

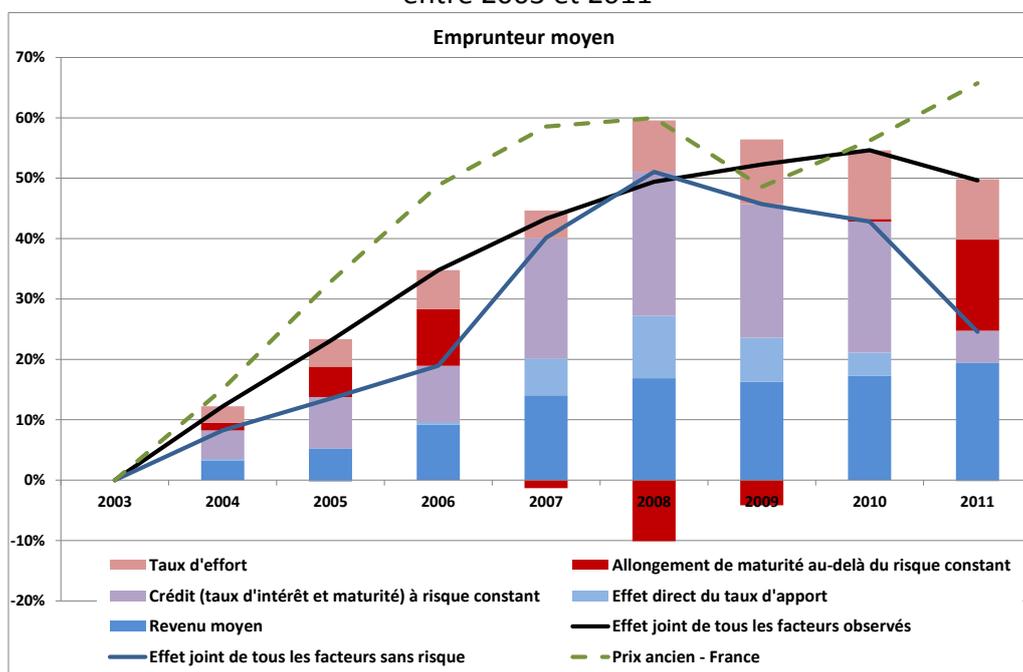
¹⁹ Poids du remboursement du crédit immobilier dans le revenu de l'emprunteur. Les établissements de crédit ont adopté une norme de place, selon laquelle l'ensemble des remboursements de crédits ne doit pas excéder, de façon générale, le tiers des revenus de l'emprunteur.

²⁰ Il ne permet toutefois pas de se prononcer sur la bonne valorisation de l'immobilier au regard des fondamentaux ni d'exclure la présence d'une bulle (au sens où les anticipations de rendements futurs élevés sont la principale explication de la hausse des prix actuelle).

- à l'inverse, des facteurs comme l'augmentation du taux d'effort ou l'allongement de la maturité (à taux d'intérêt constant) qui l'amplifient.

Le statut du taux d'intérêt est moins clair : s'il diminue, comme entre 2003 et 2011 globalement, alors le coût du crédit diminue, et donc le risque aussi, mais une diminution autorise également, à coût du crédit constant, un allongement de maturité. Il ressort de l'analyse, synthétisée dans le graphique ci-dessous, que la hausse de la capacité d'achat entre 2003 et 2011 s'explique pour moitié par des facteurs sans risques et pour moitié par des facteurs risqués. Cette dynamique d'ensemble cache toutefois une inflexion en 2011, qui a vu le poids des facteurs risqués augmenter.

Graphique 3 : Facteurs explicatifs de la capacité d'achat immobilière entre 2003 et 2011



Source : Insee, Banque de France, ACP, calculs DG Trésor

Lecture : En 2011, les prix de l'immobilier ancien ont augmenté d'environ 65% depuis 2003, tandis que la capacité d'achat a augmenté de 50% dont 25 points correspondent à une augmentation de capacité d'achat à risque constant. La hausse du revenu moyen a contribué à la hausse de la capacité d'achat pour 20 points, l'allongement de la maturité pour environ 15 points.

En conclusion, il apparaît que l'évolution des conditions de crédit immobilier, qui sont néanmoins restées globalement conservatrices (entre 2003 et 2009, l'évolution des prix et l'évolution de la capacité d'achat à risque constant sont tout à fait comparables²¹), a probablement contribué à l'augmentation des prix. Depuis 2010, les prix ont été plus dynamiques que la capacité d'achat, qui est soutenue en partie par le desserrement des conditions d'octroi (allongement de la maturité, hausse du taux d'effort, moindre taux d'apport). Le crédit immobilier est plus risqué en 2011 qu'en 2003, en raison notamment de

²¹ Ce diagnostic ne présage pas de l'existence d'une bulle immobilière (ou de bulles localisées).

l'allongement global de la maturité. Le retour d'une population de primo-accédants dans les transactions réalisées depuis début 2011 peut expliquer en partie ces évolutions²².

Dans ce contexte, un suivi attentif de la distribution de crédit (volumes et conditions) a été jugé souhaitable par le Corefris. Pour suivre au plus près l'évolution du risque induit par la distribution de crédit immobilier, l'ACP a mis en place, suite aux travaux du Corefris, un *reporting* mensuel²³ : les principaux établissements de crédit fournissent désormais chaque mois des statistiques détaillées sur la distribution de crédit à l'habitat (crédits distribués, taux d'effort financier et taux d'apport des emprunteurs, durée initiale des prêts). Les premières données (octobre 2011) ont fait l'objet d'une publication²⁴, qui est jointe en annexe du rapport.

Outre la distribution de crédit à l'habitat, le Conseil sera également attentif à l'évolution future des prix de l'immobilier.

La sensibilité de l'exposition du secteur bancaire français aux mouvements des prix de l'immobilier dépend à la fois de l'impact de la conjoncture sur le revenu des ménages et de la part des emprunteurs qui pourraient se retrouver dans la situation de détenir un bien dont la valeur liquidative ne suffirait pas à rembourser le capital restant dû (situation de *negative equity*) en cas de retournement sensible du marché.

Les ménages potentiellement en situation de *negative equity* représentent une fraction non négligeable de la population des accédants mais restent minoritaires : en cas de retournement généralisé des prix de 15 %, cette fraction représenterait moins de 20 % des ménages ayant accédé entre 2006 et 2011. Ces ménages sont ceux qui ont emprunté avec des apports faibles et sur des durées longues.

Compte tenu de la forme des emprunts contractés, la part des emprunteurs en situation de *negative equity* ne se traduirait pas (ni intégralement, ni immédiatement) par des pertes au bilan des banques (seuls les emprunteurs les plus fragiles ou obligés de vendre leur bien pourraient se retrouver en situation de défaut partiel) mais elle permet de fixer une borne supérieure de cette exposition. On constate effectivement que, par le passé, le taux de défaut des emprunteurs n'ont que faiblement augmenté, même après une phase de correction des prix de l'immobilier. En effet, il convient de bien apprécier la portée du *negative equity* : un ménage dans cette situation ne fait pas nécessairement défaut. Cet état n'est pas définitif (une remontée des prix est possible) et en pratique le ménage continuerait vraisemblablement de rembourser son crédit en contrepartie du service de logement induit par ce remboursement.

Enfin, la production de crédits immobiliers et la progression des encours depuis une dizaine d'années n'est pas sans conséquences sur la taille du bilan des banques et leurs conditions

²² Les primo-accédants, qui sont en général jeunes et attendent une progression de salaire, ont des caractéristiques marquées en termes de crédit : leur taux d'endettement est supérieur à celui des autres populations et la durée des prêts est également plus longue. La déformation du marché vers la primo-accession, constatée en 2011, explique donc en partie la hausse des encours de crédit cette année-là (+6,3%).

²³ Instruction 2011-I-14 de l'Autorité de Contrôle Prudentiel, relative à la surveillance des risques sur le crédit à l'habitat.

²⁴ Évolution des risques sur les crédits à l'habitat, *Analyses et Synthèses*, n° 5, février 2012, Autorité de Contrôle Prudentiel.

de refinancement. Le Conseil sera donc également attentif au dynamisme des encours également à l'aune de l'évolution de ces conditions.

Annexe 1 : Textes de référence

Loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière

(titre 1^{er}, chap. 1^{er}, article 1)

La section 2 du chapitre 1er du titre III du livre VI du code monétaire et financier est ainsi rédigée :

« Section 2

« Le conseil de régulation financière et du risque systémique

« Art. L. 631-2.-Le conseil de régulation financière et du risque systémique est composé de huit membres :

« 1° Le ministre chargé de l'économie, président ;

« 2° Le gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel, assisté du vice-président de cette autorité ;

« 3° Le président de l'Autorité des marchés financiers ;

« 4° Le président de l'Autorité des normes comptables ;

« 5° Trois personnalités qualifiées, choisies en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique, nommées par le ministre chargé de l'économie pour une durée de cinq ans.

« Les membres mentionnés aux 1° à 4° peuvent se faire représenter.

« Sur convocation de son président, le conseil se réunit au minimum deux fois par an et en tant que de besoin.

« Art. L. 631-2-1.-Sans préjudice des compétences respectives des institutions que ses membres représentent, le conseil de régulation financière et du risque systémique exerce les missions suivantes :

« 1° Il veille à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent ;

« 2° Il examine les analyses de la situation du secteur et des marchés financiers et il évalue les risques systémiques qu'ils comportent, compte tenu des avis et recommandations du comité européen du risque systémique ;

« 3° Il facilite la coopération et la synthèse des travaux d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier et peut émettre tout avis ou prise de position qu'il estime nécessaire.

« Art. L. 631-2-2.-Pour l'accomplissement des missions définies à l'article L. 631-2-1, le conseil de régulation financière et du risque systémique peut entendre des représentants des établissements de crédit, des entreprises d'investissement, des entreprises d'assurance, des mutuelles et des institutions de prévoyance.

« Le conseil de régulation financière et du risque systémique établit un rapport public annuel remis au Parlement. »

JORF n°0290 du 15 décembre 2010 page 21907 (texte n° 46) :

Arrêté du 9 décembre 2010 portant nomination au conseil de régulation financière et du risque systémique

« Par arrêté de la ministre de l'économie, des finances et de l'industrie en date du 9 décembre 2010, sont nommés membres du conseil de régulation financière et du risque systémique (COREFRIS) en qualité de personnalités qualifiées, en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier et économique, pour une durée de cinq ans :

Mme Florence Lustman.

M. Jacques de Larosière.

M. Jean-François Lepetit. »

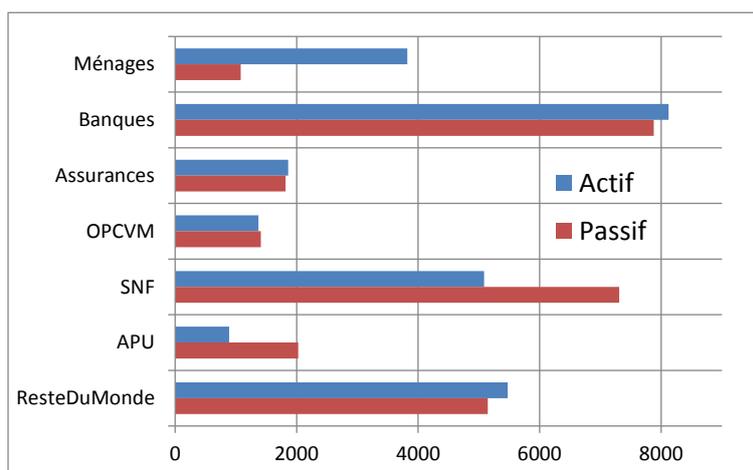
Annexe 2 : Analyse des comptes financiers français entre 1995 et 2011 (DGTrésor)

Les comptes nationaux financiers (annuels ou trimestriels) sont élaborés et publiés par la Banque de France : ils s'insèrent dans le cadre plus global de la comptabilité nationale, établi par l'INSEE. Selon leur position nette par rapport au système financier, les agents économiques peuvent être classés en trois catégories :

- i. les agents dont la valeur de l'actif financier est supérieure à celle du passif financier (position nette positive), qui mettent donc leur épargne financière à disposition de l'économie (« agents financeurs ») ;
- ii. les agents en situation inverse, dont le passif financier est supérieur à l'actif financier (position nette négative), qui parviennent à lever plus de fonds (à leur passif) qu'ils n'ont d'actifs financiers, en promesse des revenus que ce financement permettra de générer (« agents financés ») ;
- iii. les agents dont la position est à peu près équilibrée, qui ne prennent donc pas de position « en propre » dans le financement de l'économie, mais répondent, grâce aux fonds mis à disposition par les agents financeurs, à la demande des agents financés (« intermédiaires financiers »).

Cette typologie est opérante car elle permet de classer sans ambiguïté les différents agents et de leur attribuer un rôle clair dans le financement de l'économie : les ménages sont les seuls financeurs, les sociétés non financière (SNF) et les administrations publiques (APU) les agents financés, et les agents financiers (AF, comprenant banques²⁵, assurances et OPCVM) sont les intermédiaires.

Graphique 1. Actifs et passifs des différents secteurs en 2010 (Md€)

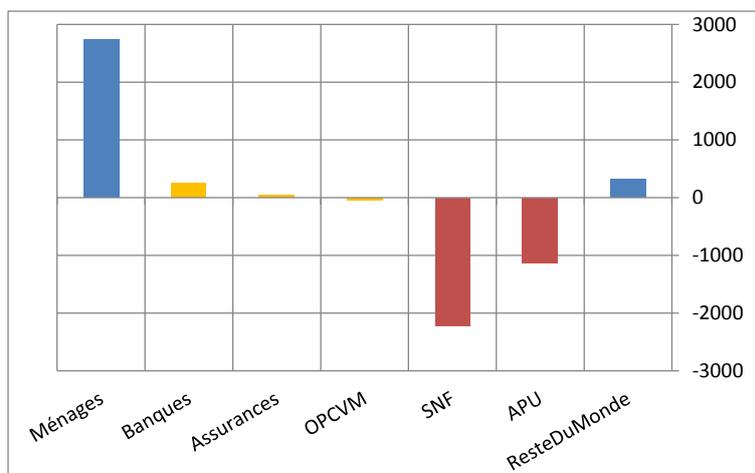


Source : Banque de France, Compte Nationaux Financiers

²⁵ Par approximation, on entend pour les « banques » le secteur des sociétés financières (S12) hors OPCVM et assureurs.

La position nette résulte de la différence entre actif et passif.

Graphique 2. Position de financement net des différents secteurs en 2010 (Md€)



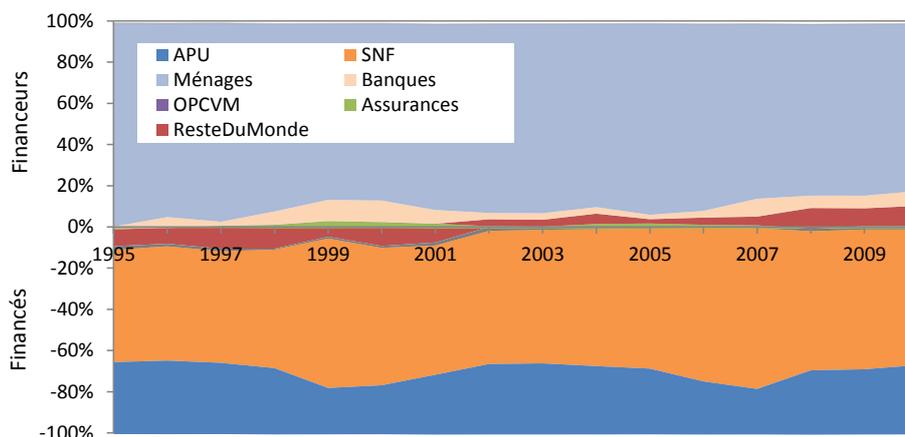
Source : Banque de France, Compte Nationaux Financiers

Cette typologie, dressée à partir des données de 2010, est relativement stable dans le temps, comme le montre le graphique 3. Ainsi, en moyenne depuis 1995, les ménages apportent 90% des financements alors que les SNF représentent 65% des besoins de financement²⁶ et les APU 30%, les 5% restants représentant la différence entre la valeur des titres/crédits étrangers détenus par les résidents français et la valeur des titres/crédits français détenus par les étrangers. Les intermédiaires financiers sont les banques²⁷, les assurances et les OPCVM (dont la balance est en principe équilibrée). Le reste du monde peut devenir de façon indéterminée agent financeur ou agent financé. L'encours de dette des sociétés non financières peut varier substantiellement en fonction du cycle économique.

²⁶ Il ne s'agit pas ici de « capacité » ou « besoin » de financement au sens de la comptabilité nationale (un flux) mais d'une mesure d'encours.

²⁷ Les banques, intermédiaires financiers, présentent toutefois un actif net substantiellement positif depuis quelques années et contribuent à hauteur de 10% aux besoins de financement globaux. Ce phénomène pourrait être dû à la couverture des risques liés aux échanges de produits dérivés.

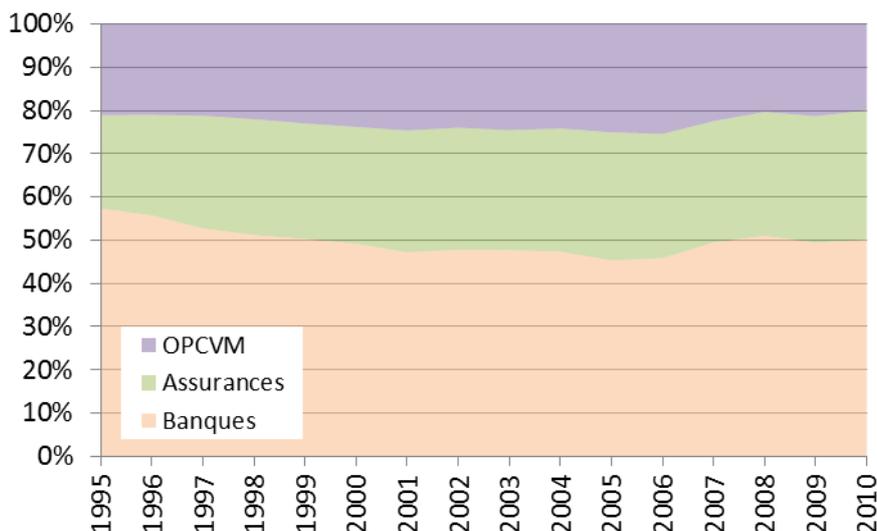
Graphique 3. Parts des encours de financement pour les différents secteurs



Source : Banque de France, Compte Nationaux Financiers

Toutefois, comme le montre le graphique suivant, si les grands mouvements de financement sont restés à peu près stables entre agents réels, le paysage de l'intermédiation financière s'est déformé au fil du temps, les assurances prenant une place de plus en plus importante.

Graphique 4. Évolution des tailles des bilans *nettés* des intermédiaires financiers



1. Le système financier est le lieu de rencontre des capacités et des besoins de financement des agents non financiers

Au-delà de la stabilité des rôles, les comportements et les supports d'investissement des agents non-financiers ont pu se déformer au cours du temps.

L'épargne intermédiée des ménages se dirige de plus en plus vers l'assurance-vie, au détriment des banques et des OPCVM

Le bilan financier des ménages figure dans le tableau 1. Les ménages possédaient, en 2010, 3 655 Md€ d'actifs financiers, répartis en assurance-vie (40%), dépôts (30%), actions (20%) et OPCVM (10%). Leur passif est constitué quasi exclusivement de crédit (914 Md€). Au total, les ménages mettent à disposition de l'économie, en 2010, 2 767 Md€ *via* le système financier, soit 80% des financements intersectoriels.

Si le passif financier des ménages a toujours été quasi exclusivement composé de crédits, la composition de leur actif a varié au cours du temps, en fonction des caractéristiques des différents supports disponibles, en termes de rendement (après impôt), de risque, de maturité et de liquidité.

Tableau 1. Bilan des ménages, 2010²⁸

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	1 030	28%		
Assurance	1 462	40%		
OPCVM	275	8%		
Crédits	27	1%	914	100%
Obligations	55	2%		
Actions	726	20%		
Autre (net)	80	2%		
Total	3 655	100%	914	100%
<i>Actif net</i>	2 742			

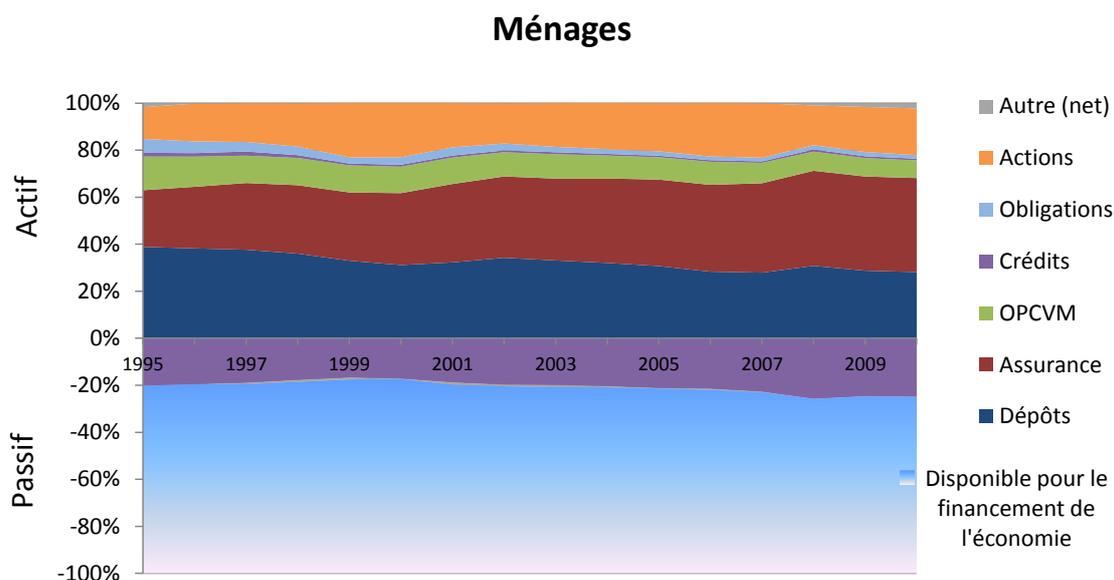
Ainsi, sur 15 ans, la part de l'assurance-vie a fortement augmenté (+16 points de pourcentage de l'actif total), de même que, dans une moindre mesure, la détention d'actions (+6 points), au détriment des dépôts (-11 points), des OPCVM (-7 points) et des obligations (-4 points).

Au total, l'évolution des choix de placement des ménages a conduit à une réorientation de leur épargne intermédiée des bilans bancaires vers les bilans des assurances et des OPCVM, et une réorientation de leurs placements directs des obligations vers les actions²⁹.

²⁸ Les postes *nettés* sont des postes figurant à l'actif et au passif des ménages, dont on n'a gardé que le solde. Ils peuvent constituer une première idée des grandeurs consolidées. Cf. méthodologie pour plus d'éléments.

²⁹ Y compris effets de valorisation.

Graphique 5. Évolution de la structure du bilan des ménages



Le passif des sociétés non financières est de moins en moins intermédié

Les SNF ont un actif net largement négatif : elles ont besoin du système financier pour lever des fonds. Les interactions entre entreprises (crédit inter-entreprises, participations croisées...) viennent perturber la lecture qu'il est possible de faire à partir des statistiques non-consolidées. Toutefois, en *nettant* les postes communs à l'actif et au passif (ce qui conduit à faire diminuer simultanément leurs actif et passif de près de 3 400 Md€), on peut obtenir une image de la position nette des SNF sur les différents instruments.

Ainsi, il ressort que les 2 970 Md€ de passif financier *netté*³⁰ des SNF sont constitués pour deux tiers d'instruments de financement direct (56% d'actions et 11% d'obligations), et d'un tiers des crédits qu'elles ont souscrits (32%). À leur actif *netté* (750 Md€), 60% est constituée de dépôts, disponible à vue, et le tiers d'OPCVM, qui conjuguent liquidité et rendement pour la trésorerie.

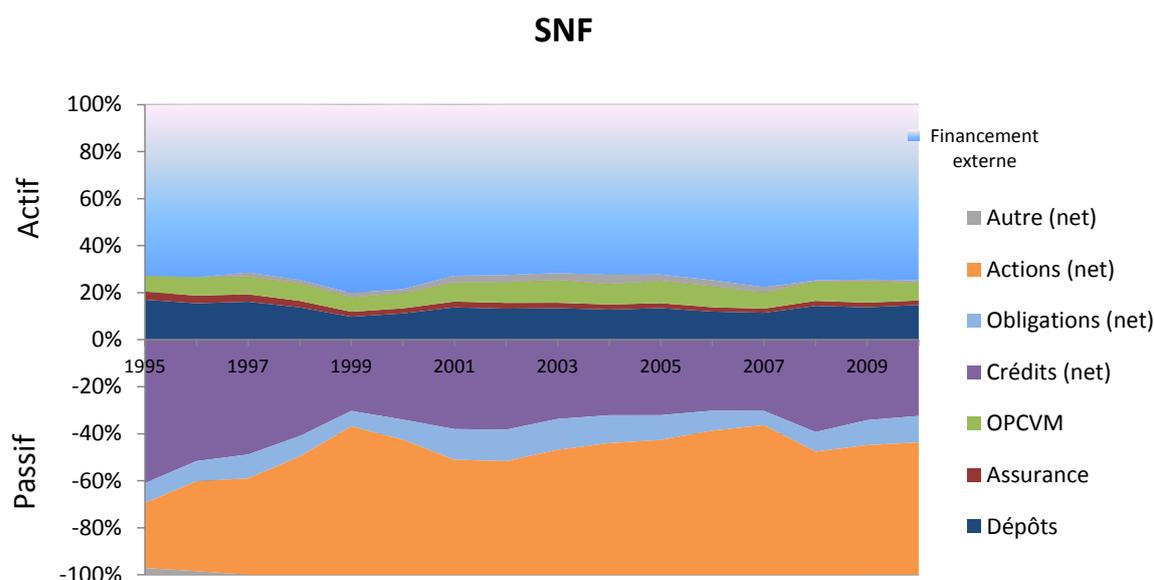
Au total, les SNF adressent, *via* le système financier, une **demande de financements de 2 200 Md€**, à peu près deux tiers du total des besoins de l'économie française.

³⁰ Le *netting* effectué amène certainement à sous-estimer le passif consolidé des SNF : une partie des actions à l'actif des SNF résidentes sont émises par des SNF non-résidentes.

Tableau 2. Bilans des SNF, brut et *netté*, 2010

(Md €)	Encours 2010				(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif			Actif		Passif	
Dépôts	440	11%			Dépôts (net)	440	59%		
Assurance	57	1%			Assurance (net)	57	8%		
OPCVM	227	6%			OPCVM (net)	227	30%		
Crédits	796	19%	1 760	28%	Crédits (net)			964	32%
Obligations	64	2%	400	6%	Obligations (net)			336	11%
Actions	2 499	61%	4 172	66%	Actions (net)			1 673	56%
Autre (net)	27	1%			Autre (net)	27	4%		
Total	4 110	100%	6 332	100%	Total	750	100%	2 972	100%
<i>Actif net</i>	- 2 223				<i>Actif net</i>	- 2 223			

L'évolution sur longue période montre un renforcement des fonds propres, avec une baisse de la part des crédits de 29 points du bilan *netté*, compensée par une hausse équivalente du financement par actions, en partie par un effet de valorisation³¹.

Graphique 6. Évolution de la structure du bilan *netté* des SNF

³¹ En bilan brut, la hausse des relations inter-entreprises, principalement *via* les actions, rend plus délicate l'interprétation des chiffres (la détention d'actions à l'actif augmentant avec la constitution de groupes économiques, avec une hausse symétrique des actions émises au passif). Par ailleurs, les actions cotées comme les non cotées sont évaluées, dans le système de comptabilité nationale, en valeur de marché : les effets de valorisation peuvent entraîner conjoncturellement une hausse de l'importance relative des actions au passif sans flux de financements nouveaux, visible en particulier à la fin des années 90. Sur longue période cependant, le diagnostic d'un renforcement des fonds propres semble bien établi et il est documenté également en données micro-économiques. Cf. *Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France*, Observatoire du financement des entreprises, avril 2011.

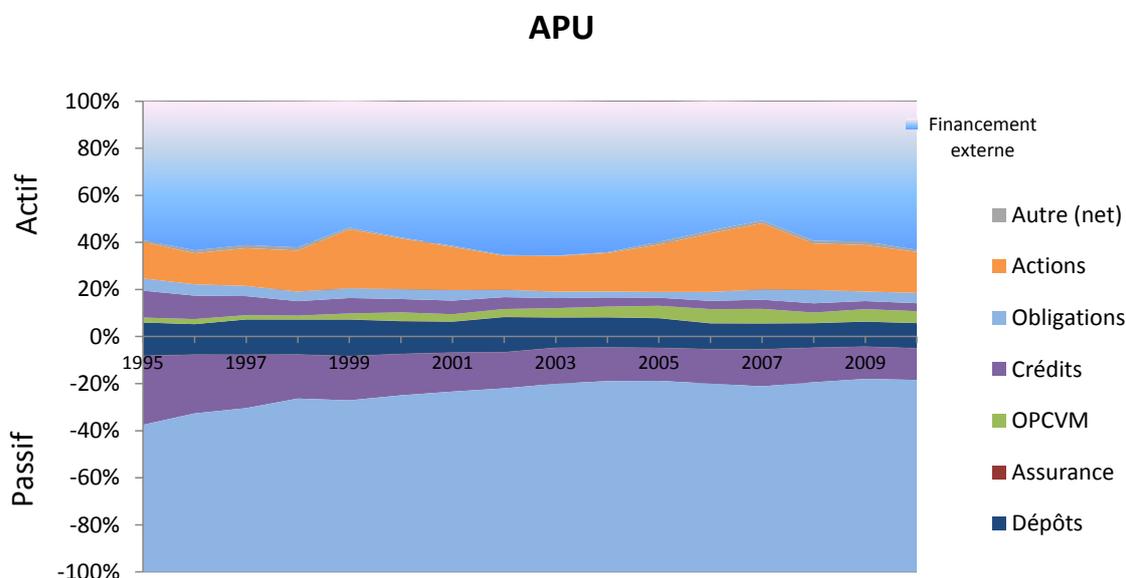
Les administrations publiques ont de plus en plus recours au marché obligataire

Comme les SNF, les APU ont recours au système financier pour trouver des fonds : 1 137 Md€ de valeur financière nette³² en 2010, résultant d'un actif de 667 Md€ (dont la moitié d'actions) face à un passif de 1 800 Md€ (dont 80% d'obligations). Les APU ont de plus en plus tendance à se tourner vers les marchés pour financer leur dette (hausse de 20 points de passif de la part des obligations, au détriment du crédit), conséquence de la baisse relative de l'endettement des collectivités locales par rapport à l'ensemble des administrations publiques.

Tableau 3. Bilan des APU, 2010

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	103	15%	90	5%
Assurance	1	0%		
OPCVM	91	14%		
Crédits	61	9%	243	13%
Obligations	79	12%	1 472	82%
Actions	314	47%		
Autre (net)	18	3%		
Total	667	100%	1 805	100%
<i>Actif net</i>	- 1 137			

Graphique 7. Évolution de la structure du bilan des APU



³² Les éléments non financiers du bilan ne sont pas pris en compte ici. Le solde habituellement commenté par la comptabilité nationale, le « besoin de financement », est l'expression d'un solde annuel (variation de l'actif financier – variation du passif financier). La valeur financière nette utilisée ici est l'équivalent en stock du besoin de financement (soit, actif financier – passif financier).

Le bilan du « reste du monde », marqué par l'émergence de la zone Euro

Les détentions croisées d'actifs avec le reste du monde (RdM) sont principalement motivées par des besoins de diversification du portefeuille et de couverture des risques encourus par les entreprises à l'occasion de leurs échanges internationaux, ce qui explique la forte **symétrie du bilan du secteur**³³. Les grands mouvements de portefeuille du reste du monde, depuis 1995, sont principalement liés à la **mise en place de l'euro** :

- i. baisse des volumes de dépôts nécessaires aux échanges intra-ZE (une seule monnaie) ;
- ii. hausse de la part des obligations (les assureurs sont autorisés à investir dans les obligations des autres pays de la ZE, du fait de la disparition du risque de change).

Par ailleurs, on observe entre 2004 et 2007 une hausse des dépôts à l'actif du RdM : le système bancaire français, principal destinataire de ces dépôts, a reçu beaucoup de liquidités jusqu'à ce que la crise financière induise une grave crise de confiance sur le marché interbancaire.

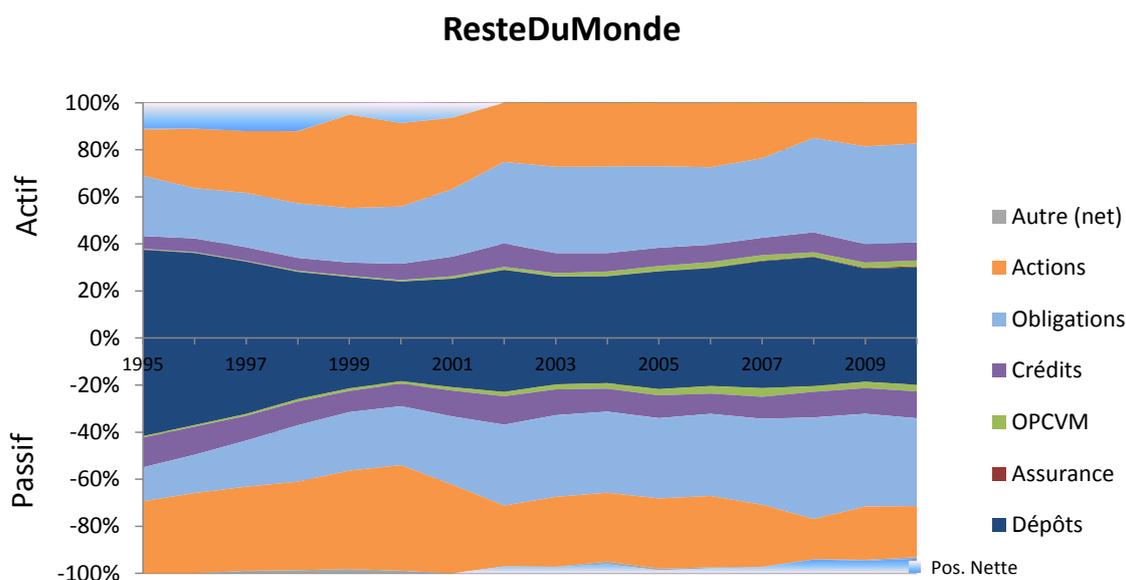
Autre évolution significative, la France est passée au cours des années 2000 de financeur net à financé net dans ses relations avec le reste du monde.

Tableau 4. Bilan du « reste du monde », 2010

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	1 598	30%	1 055	21%
Assurance	25	0%		
OPCVM	126	2%	148	3%
Crédits	409	8%	606	12%
Obligations	2 232	42%	1 981	40%
Actions	916	17%	1 152	23%
Autre (net)			38	1%
Total	5 306	100%	4 980	100%
<i>Actif net</i>	326			

³³ Sur ce point, se reporter à la partie méthodologique.

Graphique 8. Évolution de la structure du bilan du « reste du monde »



2. Bilans des intermédiaires financiers

La demande et l'offre de fonds prêtables des agents non-financiers reflètent directement les besoins de l'activité économique (trésorerie, investissement, épargne). Les intermédiaires financiers jouent un rôle décisif dans la satisfaction de l'offre et de la demande.

Les banques

Le bilan *netté par instrument* (ce qui le diminue de 5 000 Md€³⁴) des établissements de crédit est extrêmement simple : leur passif (*netté*) est composé de dépôts reçus (86% de leur passif) et d'obligations émises, et leur actif de crédits qu'elles octroient (83%) et d'actions qu'elles détiennent³⁵.

³⁴ Cf. méthodologie.

³⁵ Les banques émettent bien sûr des actions (à leur passif), mais en détiennent plus pour la gestion des fonds qui leur ont été confiés et la couverture des risques auxquels elles s'exposent en ayant vendu des produits dérivés. Ce qui met en évidence la faiblesse de l'interprétation du bilan *netté*.

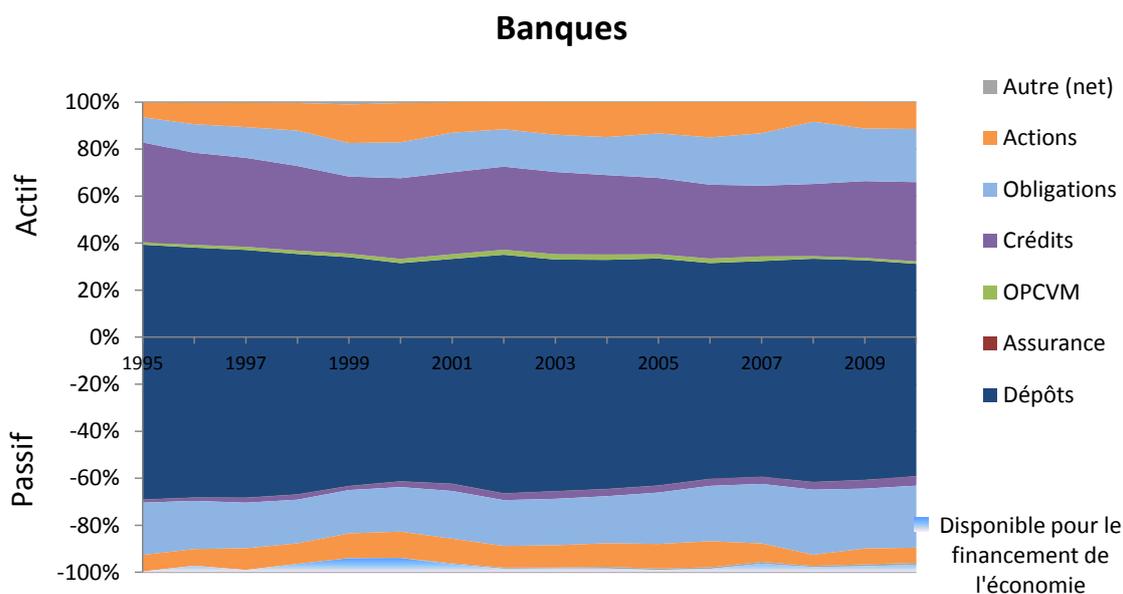
Tableau 5. Bilans des banques, brut et *netté*, 2010

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	2 416	31%	4 580	61%
Assurance	2	0%		
OPCVM	78	1%		
Crédits	2 610	34%	310	4%
Obligations	1 750	23%	2 041	27%
Actions	883	11%	500	7%
Autre (net)			64	1%
Total	7 739	100%	7 495	100%
<i>Actif net</i>	244			

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts (net)			2 164	86%
Assurance (net)	2	0%		
OPCVM (net)	78	3%		
Crédits (net)	2 300	83%		
Obligations (net)			291	12%
Actions (net)	383	14%		
Autre (net)			64	3%
Total	2 763	100%	2 519	100%
<i>Actif net</i>	244			

La part des dépôts au passif du bilan *netté* des banques est globalement stable sur longue période. On note à certaines périodes l'apparition d'une valeur financière nette positive au bilan des banques, ce qui est contre-intuitif pour un intermédiaire financier. Il s'agit, comme pour les ménages, d'une capacité d'épargne sur ses revenus ce qui correspond, selon les termes de la comptabilité privée, à une mise en réserve des bénéfices. Ce phénomène semble assez cyclique car il dépend de la capacité bénéficiaire du système bancaire.

Graphique 9. Évolution de la structure du bilan brut des banques



Les assurances délèguent une part croissante de leurs actifs sous gestion aux OPCVM :

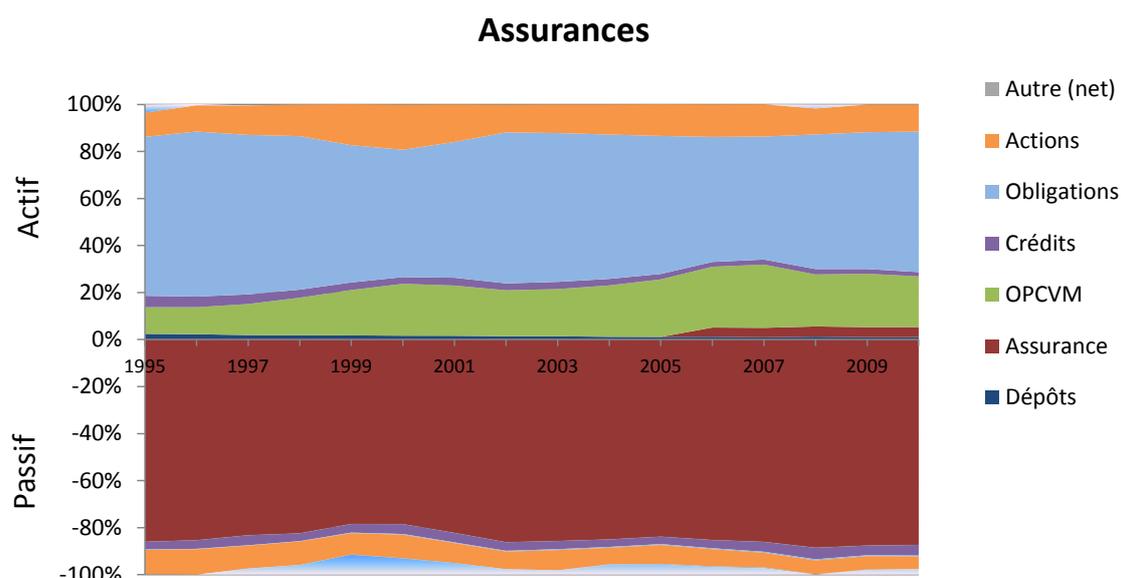
Le passif des assureurs (1 817 Md€) est constitué de provisions d'assurance (89%) et d'actions (5%). Leur actif est constitué d'obligations (60%), d'OPCVM (22%) et d'actions (12%). Entre 1995 et 2009, la part des OPCVM à leur actif a doublé (passant de 10% à 20%). Cette évolution s'explique par la place qu'occupe les OPCVM dans le financement de l'économie : ils sont des instruments spécialisés de

diversification des risques pour les investisseurs institutionnels, notamment les assureurs et permettent d'externaliser la gestion.

Tableau 6. Bilan des assurances, 2010

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	20	1%		
Assurance	79	4%	1 625	89%
OPCVM	401	22%		
Crédits	34	2%	84	5%
Obligations	1 112	60%	7	0%
Actions	214	12%	98	5%
Autre (net)			3	0%
Total	1 860	100%	1 817	100%
<i>Actif net</i>	43			

Graphique 10. Évolution de la structure du bilan des assurances³⁶



Les OPCVM :

Le passif des OPCVM est constitué en quasi-totalité des fonds qu'ils collectent (matérialisés par des « titres d'OPCVM »). Ceux-ci sont investis par les gestionnaires sous forme d'obligations (près de 60% de l'actif net des OPCVM), et d'actions (30%), le reste étant constitué de dépôts assez liquides pour faire face aux éventuels rachats.

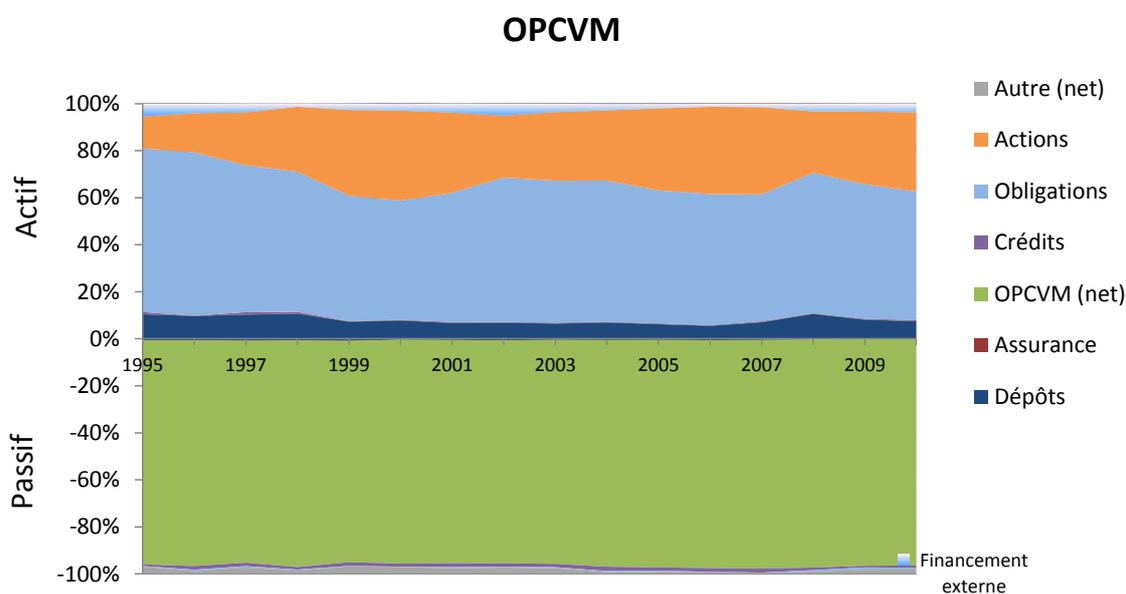
³⁶ Bilan financier uniquement : les actifs immobiliers détenus directement n'apparaissent donc pas à l'actif.

L'actif des OPCVM, brut, contient de plus en plus d'OPCVM (la proportion passe de 5% à 20% de l'actif brut total entre 1995 et 2009). *Netté*, celui-ci s'est réorienté vers les actions entre 1995 et 2000 (+20 points en 15 ans), aux dépens des obligations principalement (-15 points).

Tableau 7. Bilan des OPCVM, 2010

(Md €)	Encours 2010			
	Actif		Passif	
Dépôts	83	8%	2	0%
Assurance				
OPCVM (net)			1 074	96%
Crédits	6	1%	11	1%
Obligations	610	57%	9	1%
Actions	376	35%		
Autre (net)			20	2%
Total	1 075	100%	1 116	100%
<i>Actif net</i>	- 42			

Graphique 11. Évolution de la structure du bilan des OPCVM



3. Les intermédiaires financiers transforment les créances

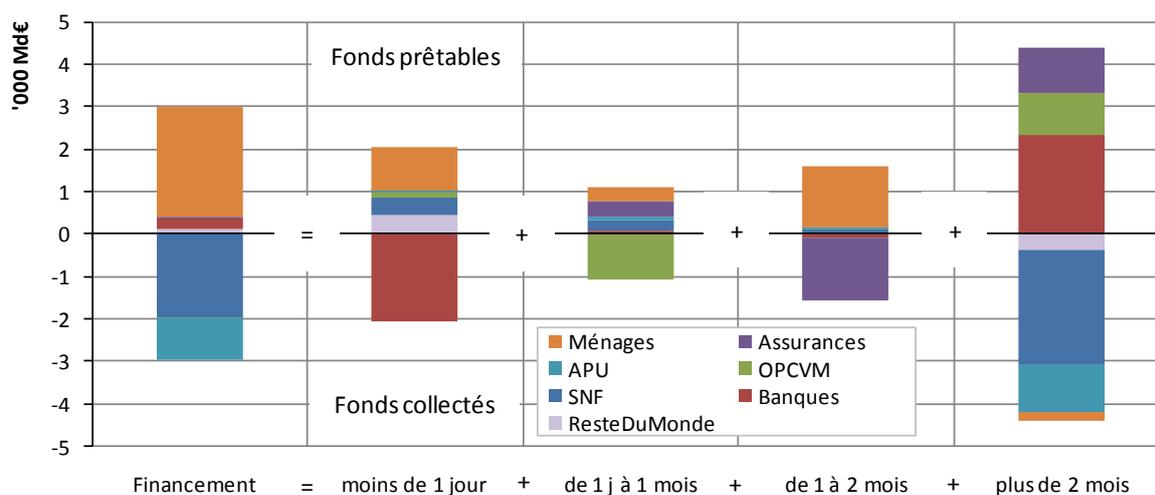
Les agents non-financiers représentent une offre (ménages) et une demande (SNF, APU) de fonds prêtables. Toutefois, les caractéristiques, en termes de liquidité et de maturité notamment,

demandées par les ménages et celles imposées par le processus de production et d'investissement des demandeurs ne sont pas toujours compatibles. Ainsi, les intermédiaires financiers, en assumant des risques de transformation de maturité et de liquidité, permettent au financement de prendre place dans des conditions plus favorables qu'en direct (*i.e.* sur les marchés) et de se faire à travers des produits qu'ils créent pour répondre aux doubles préoccupations de l'offre et de la demande. C'est à travers leur capacité à élaborer des produits répondant à ces préoccupations que les intermédiaires financiers participent au financement de l'économie.

La première des caractéristiques transformées est la maturité : en utilisant des ressources à court-terme dont ils savent qu'une grande partie sera reconduite d'une période à l'autre, les intermédiaires sont capables de répondre aux besoins de financement (longs) des SNF et des APU, tout en aménageant un coussin de liquidité leur permettant de satisfaire les besoins de retrait des épargnants.

Le graphique suivant représente un résumé stylisé de la structure de liquidité des financements à l'actif et au passif de chaque agent, en fonction du délai d'exigibilité moyen (du point de vue l'épargnant) pour les produits dont l'encours est garanti (dépôts, OPCVM, assurance-vie en euros) et de la durée de détention moyenne pour les autres. Cette maturité stylisée est différente de la maturité observée *ex post*, et donne donc une indication des points de faiblesse possibles en cas de fortes tensions. Il montre le rôle central des intermédiaires financiers.

Graphique 12 : Les intermédiaires transforment les maturités – position nette (2009)



Pour les maturités supérieures à 2 mois, les ménages sont à l'équilibre : les crédits qu'ils ont à leur passif sont à peu près égaux aux titres qu'ils détiennent à long terme (actions, obligations), d'où une position nette quasi-nulle. En dehors de ces titres, liquides mais susceptibles de perdre une partie de leur valeur, la majeure partie de l'épargne des ménages est collectée avec un délai de rachat très court et un capital garanti : « rachat » à vue pour les dépôts bancaires, d'environ 1 mois pour les OPCVM et d'environ 2 mois pour les assurances-vie. Ainsi, les bilans bancaires, dont une grande partie du passif est exigible « à vue », sont la partie de la chaîne d'intermédiation qui est le sensible à une crise de confiance.

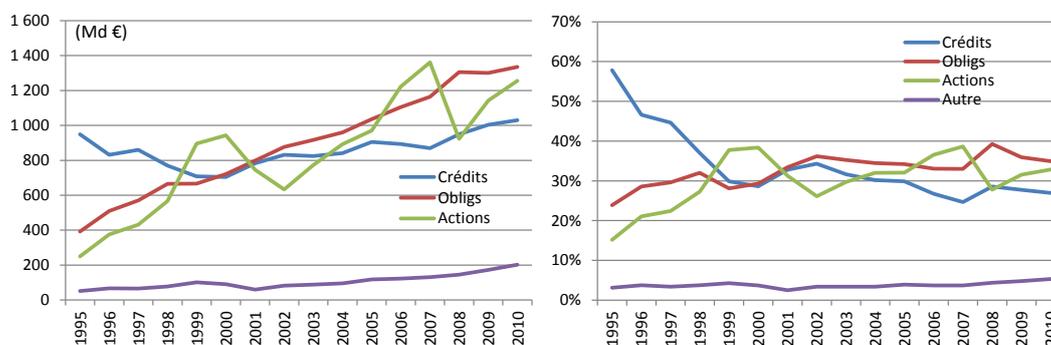
Toutefois, la garantie des dépôts permet de se prémunir contre le risque d'un mouvement de retrait des dépôts bancaires massif de la part des particuliers : les 1 000 Md€ de dépôts des ménages, pour la plupart disponibles à vue, sont donc très stables de ce point de vue. Les tensions s'exercent ensuite sur les OPCVM, qui disposent en moyenne jusqu'à un mois pour liquider les contrats d'un épargnant qui le souhaiterait. Sur ce segment, assureurs, ménages et SNF peuvent solder leurs contrats (respectivement environ 400 Md€, 275 Md€ et 230 Md€). Enfin, les assurances ont environ deux mois pour solder les contrats de leurs clients, ménages pour l'essentiel (1 500 Md€). Face à ces passifs exigibles à court-terme, les intermédiaires détiennent des actifs longs sur les SNF et les APU.

4. Le portefeuille des ménages français en transparence

Les actifs détenus par les ménages permettent aux SNF et aux APU de se financer : directement, *via* les instruments souscrits, ou indirectement, *via* les intermédiaires financiers. Ainsi, en déposant leurs fonds chez les intermédiaires financiers, les ménages français permettent aux SNF et aux APU d'émettre des titres sur les marchés et de trouver des crédits, qui figureront à l'actif des intermédiaires. La mise en transparence se propose de déterminer l'exposition finale du portefeuille des ménages, y compris via les dépôts, droits d'assurance, OPCVM.

Il en ressort que le portefeuille des ménages est composé³⁷, depuis 2000, à parts égales d'actions, d'obligations et de crédits. Cette évolution reflète logiquement la déformation des passifs respectifs des APU et des SNF à la fin des années 90 en faveur des titres (obligations pour les APU et actions pour les SNF).

Graphique 13. Portefeuille en transparence des ménages, en Md€ et en parts



³⁷ Cf. méthodologie pour la mise en transparence, méthodologie issue de Boutillier *et alii* (2002).

Méthodologie :

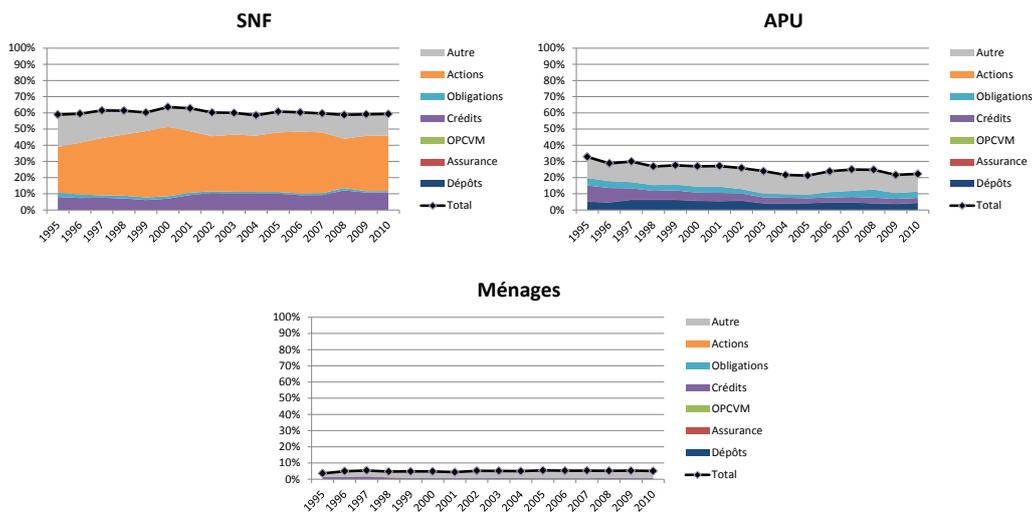
Spécialisation des bilans (*netting*):

Les bilans des secteurs tels qu'ils apparaissent dans les comptes nationaux financiers ne sont pas consolidés. Ainsi, si une entreprise A détient la totalité des actions d'une entreprise B, celles-ci, émises par B, figurent au passif des SNF, mais aussi à leur actif, car elles sont détenues par A. En faisant l'hypothèse d'une spécialisation totale des instruments³⁸, on peut effectuer un *netting*, qui permet d'avoir une première estimation, encore fruste, du bilan consolidé du secteur : instrument par instrument, la partie commune à l'actif et au passif des bilans est éliminée.

Par ailleurs, en-dehors du reste du monde, cette partie commune permet d'avoir une idée du degré d'interconnexion des agents de chaque secteur, et des instruments par lesquels cette interconnexion s'effectue. Les graphiques suivants décomposent, par instrument, la partie commune à l'actif et au passif de chaque secteur, en part du bilan brut.

i. Agents non financiers :

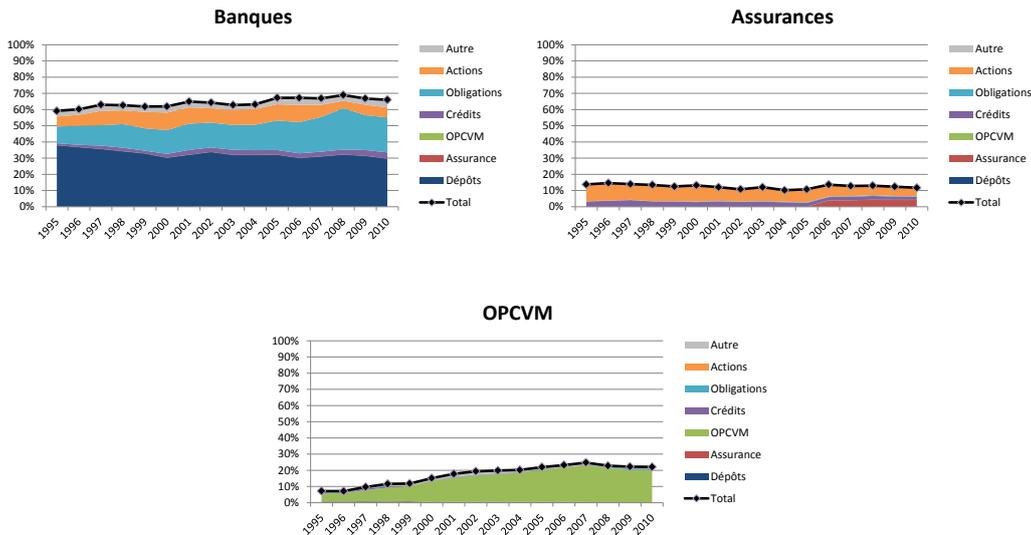
Comme le montre les graphiques suivants, les SNF sont très interconnectées, par le biais d'actions principalement. Les APU tendent à effectuer de moins en moins de crédits entre elles, et les ménages n'ont pas de liens financiers entre eux.



³⁸ C'est-à-dire que dans des comptes consolidés, les instruments ne figureraient que d'un côté du bilan des secteurs : par exemple, les actions au passif pour les sociétés, les dépôts au passif pour les banques, etc. L'hypothèse est recevable pour des secteurs dont la définition est analytique, mais pas pour le reste du monde, qui contient des banques, des ménages, des SNF, etc.

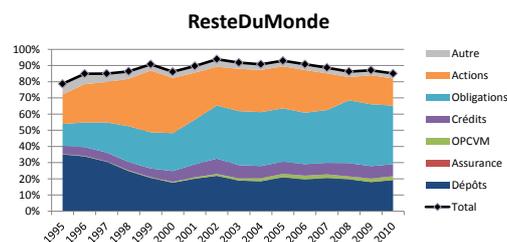
ii. Agents financiers :

Les banques sont les agents financiers les plus interconnectés, essentiellement par le biais de prêts interbancaires ou de titres de créances négociables (TCN, appartenant à la classe des obligations). Les assurances et les OPCVM semblent chacune peu interconnectées, avec une spécialisation forte du bilan de l'assurance, et une complexification de celui des OPCVM (montée en puissance des OPCVM d'OPCVM).



iii. Reste du Monde

L'interprétation de la partie commune au passif et à l'actif est différente pour le reste du monde, constitué d'intermédiaires financiers, de ménages et de SNF : ce sont les instruments qui sont échangés *dans les deux sens* entre les agents résidents et les agents étrangers, principalement pour des motifs de diversification internationale, mais aussi de gestion des devises.



Mise en transparence de l'actif des ménages³⁹

Chaque instrument souscrit par un ménage auprès d'un intermédiaire financier permet à celui-ci, à son tour, de financer un agent non-financier, par un crédit, des obligations ou des actions. Afin de mettre en transparence le portefeuille des ménages, il faut donc « transformer » ces instruments intermédiaires (dépôts, assurance, OPCVM) en les financements qu'ils permettent de réaliser.

Il faut donc identifier dans un premier temps les instruments financiers qui servent spécifiquement au passif des intermédiaires (dépôts, assurances, OPCVM), notés a ; et les autres seront notés b . En écrivant le bilan des intermédiaires financiers⁴⁰ $\begin{bmatrix} A^a \\ A^b \end{bmatrix} \sim \begin{bmatrix} P^a \\ P^b \end{bmatrix}$, soit⁴¹ $\begin{bmatrix} P^a \\ 0 \end{bmatrix} \sim \begin{bmatrix} A^a \\ A^b - P^b \end{bmatrix}$ et l'actif des ménages sous la forme $\begin{bmatrix} M^a \\ M^b \end{bmatrix}$, il est possible de réécrire l'actif des ménages détenus sous forme d'instruments spécifiques a comme une combinaison de passifs des intermédiaires financiers en ces mêmes instruments financiers : $M^a = P^a \cdot C$, avec $C = (P^a)^{-1} \cdot M^a$. L'actif des ménages peut alors se réécrire sous la forme :

$$\begin{bmatrix} M^a \\ M^b \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ M^b \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} M^a \\ 0 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0 \\ M^b \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} P^a \\ 0 \end{bmatrix} \cdot (P^a)^{-1} \cdot M^a \sim \begin{bmatrix} 0 \\ M^b \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} A^a \\ A^b - P^b \end{bmatrix} \cdot (P^a)^{-1} \cdot M^a$$

L'hypothèse centrale est que les ménages détiennent des instruments représentatifs de l'ensemble des instruments émis par chaque intermédiaire. Par exemple, pour les OPCVM, celui revient notamment à supposer que la part d'OPCVM actions dans les OPCVM des ménages est égale à la part d'OPCVM actions dans le total. Ainsi, la réécriture $M^a = P^a \cdot C$ et l'équivalence bilancielle sectorielle globale est transposable au niveau de chaque actif détenu par les ménages. Ainsi, une première mise en transparence de l'actif des ménages donne :

$$\begin{bmatrix} M^a \\ M^b \end{bmatrix} \sim \begin{bmatrix} M_1^a \\ M_1^b \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A^a \cdot (P^a)^{-1} \cdot M^a \\ M^b + (A^b - P^b) \cdot (P^a)^{-1} \cdot M^a \end{bmatrix}$$

En réitérant ce procédé n fois, on obtient l'écriture suivante :

$$\begin{bmatrix} M^a \\ M^b \end{bmatrix} \sim \begin{bmatrix} M_n^a \\ M_n^b \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} (A^a \cdot (P^a)^{-1})^n \cdot M^a \\ M^b + (A^b - P^b) \cdot (P^a)^{-1} \cdot \sum_{k=0}^{n-1} (A^a \cdot (P^a)^{-1})^k \cdot M^a \end{bmatrix}$$

La suite (M_n^a) convergeant vers un vecteur nul⁴², ce procédé permet bien une estimation du « portefeuille en transparence », limite de (M_n^b) :

$$M_\infty^b = M^b + (A^b - P^b) \cdot (P^a)^{-1} \cdot (I - A^a \cdot (P^a)^{-1})^{-1} \cdot M^a$$

³⁹ Méthode reprise de M. Boutillier, A. Labye, Ch. Lagoutte, N. Lévy, A. Mpacko Priso, V. Oheix, S. Justeau et B. Séjourné (2002) : « Placements des ménages en Europe : le rôle des intermédiaires financiers se transforme en profondeur », *Économie et Statistique*, n° 354.

⁴⁰ La relation \sim indique une relation d'équivalence au bilan.

⁴¹ En pratique, actifs et passifs totaux des intermédiaires ne sont pas égaux. Ils ont été égalisés par homothétie.

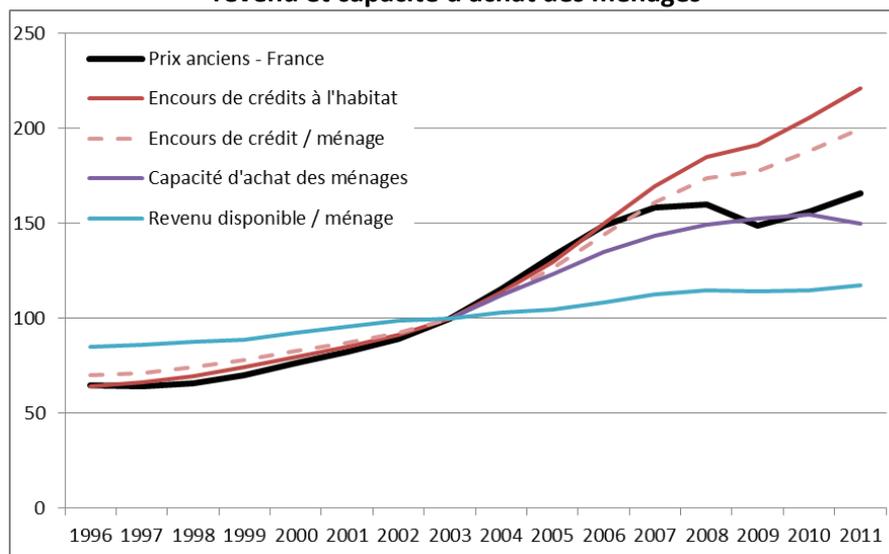
⁴² Les valeurs propres de $A^a \cdot (P^a)^{-1}$ sont inférieures à 1 : les instruments a sont définis comme ceux servant spécifiquement à financer les intermédiaires financiers : P^a contient donc sur sa diagonale à peu près 80% des bilans des intermédiaires, alors que A^a est relativement faible.

**Annexe 3 : La hausse des prix de l'immobilier est-elle associée à une « bulle » de crédit en France ?
(DGTrésor)**

1. Indépendamment de facteurs d'offre et de demande, qui jouent indéniablement sur les prix, la conjonction d'une hausse rapide des prix et des encours de crédit depuis un an pose la question de l'existence d'une bulle immobilière associée au crédit

Depuis 1996, les prix dans l'immobilier ancien ont progressé de +156 % en moyenne en France. En prenant 2003 comme année de référence (celle-ci correspond davantage à un milieu de cycle), **les prix dans l'ancien ont progressé de 66 % entre 2003 et 2011**, et de 112 % à Paris (cf. figure 1).

Figure 1 : Évolutions des prix, encours de crédit, revenu et capacité d'achat des ménages



Source : Insee, Banque de France, ACP, calculs DG Trésor
Base 100 en 2003

Cette hausse des prix s'est accompagnée d'une progression rapide des encours de crédit par ménage : +100 % entre 2003 et 2011 (+120 % de l'encours global). La baisse du volume de transactions pendant la crise économique de 2008 n'a freiné que temporairement la progression des encours qui n'ont jamais reculé. Début 2012, le taux de croissance sur un an des crédits à l'habitat en France est de l'ordre de 8 % : la distribution de crédit immobilier est donc demeuré dynamique en 2011, même si le rythme de croissance est inférieur à celui enregistré en 2006 et 2007 (supérieur à 15 %).

Dans un contexte de demande contrainte par l'offre (même si les estimations varient fortement, il existe un consensus sur le fait que le marché français connaît un déficit de logements⁴³), la distribution du crédit joue un rôle déterminant sur les prix : les prix ont tendance à augmenter tant que l'offre de crédit à l'habitat n'est pas contrainte. L'offre de crédit apparaît donc comme un déterminant potentiel de l'inflation immobilière, à côté d'autres facteurs, plus structurels, comme la rareté du foncier disponible dans certaines zones, la démographie dynamique (fertilité élevée, décohabitation), ou la hausse tendancielle de la taille des logements. Il est néanmoins difficile d'identifier la part de la hausse des prix qui peut être attribuée à ces facteurs structurels d'offre ou de demande.

2. Entre 2003 et 2011, les facteurs qui accroissent le risque de crédit (notamment, augmentation du taux d'effort financier ou allongement excessif de la maturité), expliquent la moitié de l'augmentation de la capacité d'achat

Adopter une approche comptable de la capacité d'achat des ménages évite les difficultés rencontrées pour isoler les facteurs d'offre et de demande sur le marché immobilier. La démarche consiste à identifier les **facteurs explicatifs de la hausse de la capacité d'achat des ménages**, et à s'interroger ensuite sur l'éventuelle augmentation du risque de crédit associée à l'accroissement des dépenses des ménages pour acheter leur logement.

La capacité d'achat d'un ménage dépend de son apport, de ses revenus et de la fraction de ces revenus consacrée au remboursement d'un prêt à l'habitat (taux d'effort financier), ainsi que des conditions de crédit (taux d'intérêt et maturité). Dans la suite de cette partie, on quantifie les contributions de chacun de ces facteurs à l'évolution globale de la capacité d'achat entre 2003 et 2011, en distinguant notamment dans l'allongement constaté de la maturité moyenne un allongement « sans risque » (qui correspond à l'allongement permis, à risque constant, par la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation de l'apport) d'un allongement plus risqué.

Entre 2003 et 2011, la capacité d'achat des ménages a augmenté de 50 %, moins rapidement que les prix de l'immobilier (66 % sur la même période). Cette augmentation de la capacité d'achat des ménages s'explique par les facteurs suivants (cf. tableau 1 et figure 3) :

1. **La hausse du revenu moyen** des ménages entre 2003 et 2011 contribue à une hausse de **19 pts** de la capacité d'achat des ménages, soit 39 % de la hausse totale depuis 2003.
2. **La part des revenus consacrés aux remboursements** (taux d'effort financier) a progressé continûment sur la période, de 28,6 % en 2003 à plus de 31 % en 2011. Au total, la hausse du taux d'effort entre 2003 et 2011 contribue significativement à la hausse de la capacité d'achat (**+10 pts** soit 20 % de la hausse totale), mais elle peut représenter un facteur de risque supplémentaire. En particulier, la part de ménages consacrant (au moment de la signature) plus de 35 % de leur revenu aux remboursements du prêt a augmenté de 23 % en 2003 à presque 30 % en 2011.

⁴³ Sur ce point, voir notamment Mistral et Plagnol (2009) *Loger les classes moyennes : la demande, l'offre et l'équilibre du marché du logement*, rapport du CAE n. 82

3. **Le taux d'apport** a connu des fluctuations importantes entre 2003 et 2011 : de 16,3 % en 2008, il a augmenté jusqu'à 21,1 % en 2009 avant de revenir à 16,2 % en 2011. Ces variations pourraient traduire des modifications dans la composition de la population accédante, notamment le poids des primo-accédants. Toutes choses égales par ailleurs, les variations du taux d'apport ne contribuent pratiquement pas à l'augmentation capacité d'achat entre 2003 et 2011. Toutefois, le niveau et la hausse du taux d'apport affectent aussi l'allongement de la maturité du prêt autorisé par la baisse des taux depuis 2003 à risque de crédit donné. Ces effets sont pris en compte conjointement avec l'effet de la baisse des taux d'intérêt.
4. Enfin, les conditions de crédits (taux d'intérêt et durée des prêts) déterminent fortement la capacité d'achat. L'évolution du taux d'intérêt moyen reflète les variations du coût de refinancement des banques et les pratiques de marge bancaire sur le crédit immobilier (mais celles-ci sont structurellement faibles). Il n'a pas été possible de distinguer les deux effets (seul le coût de refinancement est pris en compte ici). Entre 2003 et 2011, les taux d'intérêts ont alterné des phases de baisse et de hausse (cf. figure 2) : au final, ils ont diminué de 4,3 % en moyenne en 2003 à 3,8 % en moyenne en 2011. Au total, les conditions de crédit agissent par plusieurs canaux sur les capacités d'achat d'un ménage et il est délicat d'identifier séparément la contribution de ces différents canaux.
 - a. La baisse des taux d'intérêt agit *directement* en autorisant une hausse des montants empruntés à maturité et taux d'apport donnés. L'ampleur de cet effet direct dépend toutefois du niveau d'apport et de son évolution.
 - b. La baisse des taux d'intérêt agit aussi *indirectement* en autorisant un **allongement de la maturité du prêt à niveau de risque inchangé**, et donc un surcroît possible d'endettement. Cet effet est sensible à la fonction de risque de la banque et au taux d'apport. Au global, la baisse du taux d'intérêt est partiellement compensée par la diminution du taux d'apport : entre 2003 et 2011, l'allongement de la maturité du prêt à niveau de risque inchangé atteint seulement 0,2 an. Il est donc très inférieur à l'allongement des maturités moyennes observées (+3,2 ans), ce qui traduit un accroissement du risque.
 - c. *Au total, les effets directs et indirects liés à la baisse des taux d'intérêt expliquent 20 points de l'augmentation de la capacité d'achat* (40 % de la hausse totale), dont un quart n'accroît pas le risque.

Ainsi, **les facteurs sans risque** (revenu disponible, taux d'apport, taux d'intérêt, allongement de maturité à risque constant) **et les facteurs plus risqués** (taux d'effort financier et allongement observé de la maturité au-delà de l'allongement à risque constant) **contribuent dans une même proportion à l'augmentation de la capacité d'achat en moyenne entre 2003 et 2011** (cf. tableau 1).

Figure 2 : Taux d'intérêt moyen sur les crédits à l'habitat des ménages**Tableau 1 : Décomposition de la hausse de la capacité d'achat de 2003 à 2011 entre facteurs sans risque et facteurs risqués**

	Emprunteur moyen		Emprunteur sans apport	
	Effet (pt)	Poids (%)	Effet	Poids
Évolution de la capacité d'achat	50	100	50	100
Facteurs sans risques ou atténuant le risque	25	49	25	50
Revenus	19	39	19	39
Taux d'apport	0	0	0	0
Taux d'intérêt et allongement sans risque de la maturité	5	11	5	11
Facteurs ayant un effet ambigu ou aggravant sur le risque	25	51	25	50
Taux d'effort financier	10	20	10	20
Allongement excessif de maturité	15	30	15	30

Source : Insee, ACP, calculs DG Trésor.

Lecture : entre 2003 et 2011, la capacité d'achat des ménages a progressé de 50 %. Pour un emprunteur disposant du taux d'apport moyen, cette hausse provient pour moitié de l'évolution de facteurs n'aggravant pas le risque de crédit.

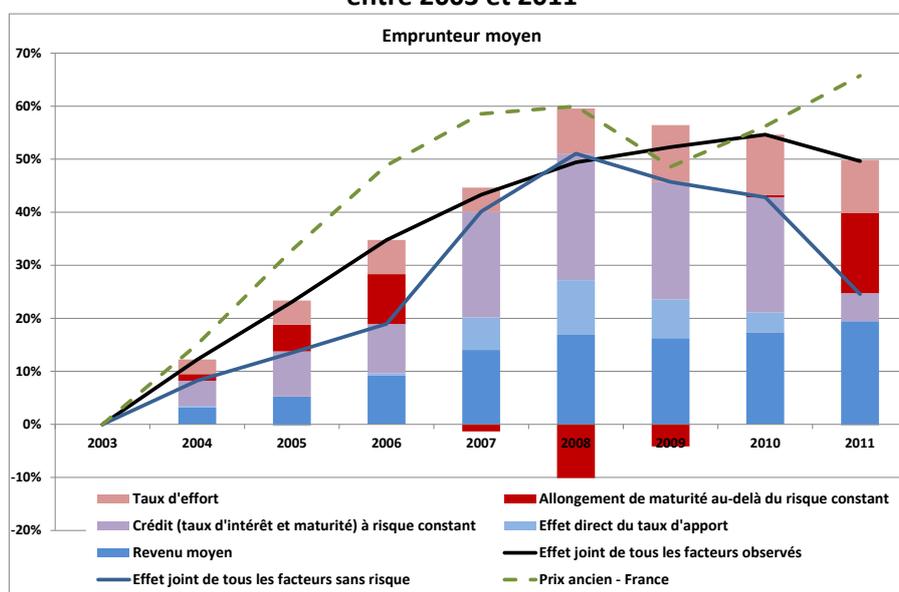
L'analyse sur la période 2003 – 2011 dissimule toutefois des évolutions assez contrastées (cf. figure 3). En particulier, la capacité d'achat moyenne a augmenté jusqu'en 2010 (cf. tableau 2), mais elle est orientée à la baisse depuis. En outre, la réduction de la capacité d'achat en 2011 (de l'ordre de 3 %) se caractérise par une recombinaison importante, pour l'emprunteur moyen : une réduction du poids des facteurs sans risques et un accroissement des facteurs risqués.

Entre 2003 et 2010, la capacité d'achat avait augmenté de 55 %, dont l'essentiel provenait de facteurs non risqués (essentiellement l'accroissement du revenu et un allongement de la maturité en ligne avec les taux d'intérêt et le taux d'apport, donc n'accroissant pas le risque). Mais entre 2010 et 2011, le poids des facteurs risqués a crû sensiblement : le redressement du taux d'intérêt et la baisse du taux d'apport ne sont plus en ligne avec l'accroissement de maturité.

**Tableau 2 : Décomposition de la hausse de la capacité d'achat de 2003 à 2010
entre facteurs sans risque et facteurs risqués**

	Emprunteur moyen		Emprunteur sans apport	
	Effet (pt)	Poids (%)	Effet	Poids
Évolution de la capacité d'achat	55	100	50	100
Facteurs sans risques ou atténuant le risque	43	78	26	52
Revenus	17	32	17	34
Taux d'apport	4	7	0	0
Taux d'intérêt et allongement sans risque de la maturité	22	40	9	18
Facteurs ayant un effet ambigu ou aggravant sur le risque	12	22	24	48
Taux d'effort financier	11	21	11	22
Allongement excessif de maturité	0	1	13	25

**Figure 3 : Facteurs explicatifs de la capacité d'achat immobilière
entre 2003 et 2011**



Source : Insee, Banque de France, ACP, calculs DG Trésor

Lecture : En 2011, les prix de l'immobilier ancien ont augmenté d'environ 65% depuis 2003, tandis que la capacité d'achat a augmenté de 50% dont 25 points correspondent à une augmentation de capacité d'achat à risque constant. La hausse du revenu moyen a contribué à la hausse de la capacité d'achat pour 20 points, l'allongement de la maturité pour environ 15 points.

3. L'analyse de solvabilité « en moyenne » dissimule des situations diverses des emprunteurs en termes de maturité et taux d'apport

Une fraction, vraisemblablement significative, des primo-accédants sans apport n'a pu être solvabilisée qu'avec un allongement de la maturité de prêt conduisant à un accroissement du risque de crédit. Les facteurs d'hétérogénéité des situations qu'il a été possible de prendre en compte à ce stade montrent que :

1. Environ 15 pts de la hausse de la capacité d'achat pourraient provenir d'un allongement excessif (donc risqué) des prêts aux primo-accédants ou aux emprunteurs disposant d'un faible apport. Les prix pourraient donc être surévalués pour ces acheteurs, mais il est délicat de chiffrer l'ampleur de la surévaluation en l'absence de données plus détaillées sur les revenus de ces catégories.
2. Le retournement des prix observé entre 2008 et 2009 s'est également accompagné d'une baisse de la maturité initiale moyenne d'environ un an par rapport au plus haut atteint au premier semestre de l'année 2008. Cette réduction de maturité pourrait révéler un allongement excessif de maturité initiale.

Les données manquent pour conduire une analyse géographiquement pertinente, or certains marchés locaux comme la région parisienne ou le Genevois français apparaissent particulièrement tendus, ce qui se traduit par une inflation nettement supérieure à la moyenne : à titre d'exemple, les prix ont augmenté de 18,9 % à Paris en 2011, contre 6,1 % pour la France dans son ensemble. Par conséquent, certaines catégories de population pourraient connaître des difficultés significatives en cas de retournement brusque des prix de l'immobilier.

En France entière, une remontée significative des taux d'intérêt de long terme (de 100pb à 200pb pourrait entraîner une baisse de la capacité d'achat des ménages (cf. tableau 2), d'autant plus importante qu'en réaction à la hausse des taux, les banques réduiraient les risques de crédit « excessifs » qu'elles ont pris en distribuant des crédits sur des durées « trop » longues. Si les établissements conservaient le niveau de risque de 2011 en termes de maturité, un choc de 100pb pourrait entraîner une baisse de la capacité d'achat de 11 % en moyenne. À l'effet de 8 % induit par la hausse du taux d'intérêt, il faudrait en effet ajouter l'impact d'une réduction d'environ une année de la maturité des prêts.

Tableau 3 : Baisse de la capacité d'achat des ménages en 2012 consécutive à une remontée des taux

Année	Choc de taux (en pb)	Maturité observée inchangée	Risque constant
2012	0	0%	0%
2012	50	-4%	-6%
2012	100	-8%	-11%
2012	150	-12%	-16%
2012	200	-15%	-20%

Source : calculs DGTresor.

Lecture : Une augmentation de 100 pb du taux d'intérêt réduit la capacité d'achat de 8 % toutes choses égales par ailleurs. La baisse de maturité induite

par la hausse des taux, nécessaire pour conserver le risque de crédit réduit la capacité d'achat de 3 points supplémentaires.

La baisse de la capacité d'achat devrait se traduire sur les prix de l'immobilier, mais dans une mesure toutefois très difficile à évaluer : l'impact d'un resserrement des conditions de crédit sur les prix est globalement mal connu. Intuitivement, une hausse des taux désolvabilise une partie des ménages primo-accédants, ce qui affecte les ménages secundo-accédants, et crée ainsi des effets complexes, notamment de diffusion régionale.

4. La baisse des taux entre 2007 et 2010 a permis de retrouver un risque de crédit comparable à 2003 en moyenne, mais la taille de la population d'emprunteurs fragiles n'a pas diminué concomitamment

L'apport initial des emprunteurs, globalement élevé⁴⁴, assure qu'une chute des prix (même forte, de l'ordre de 30 %) ne conduise pas à une situation « généralisée » de *negative equity*, c'est-à-dire d'emprunteurs dont le logement vaut moins que le capital restant à rembourser.⁴⁵ Ce résultat global ne signifie toutefois pas qu'aucun emprunteur ne connaîtrait des situations de *negative equity*. La population des emprunteurs avec un apport faible ou nul constitue une catégorie potentiellement très sensible à un retournement des prix de l'immobilier. Or, cette population représente au moins 40 % des emprunteurs.⁴⁶

Ces accédants n'ont probablement pas vu leur taux d'apport augmenter sensiblement entre 2003 et 2010. Pour compenser l'inflation immobilière, ils ont dû consentir à un allongement de maturité supérieur à celle des autres accédants : sur la période 1997-2006, couverte par les enquêtes Logement 2002 et 2006 de l'Insee, la durée des prêts a augmenté 2,9 ans pour les primo-accédants et 2,5 pour les autres accédants (cf. tableau 4).

⁴⁴ Le taux d'apport moyen s'élève à environ 19 % en 2010.

⁴⁵ L'analyse de risque de *negative equity*, classique dans la littérature anglo-saxonne, doit être appréciée à l'aune des spécificités nationales. En France, le dispositif américain de *no recourse* n'existe pas : un ménage qui ne pourrait solder son prêt immobilier par la vente du bien ne peut pas abandonner le bien et le prêt, mais doit continuer à rembourser son crédit. Symétriquement, une situation de *negative equity* ne pose un problème que dans une approche patrimoniale de la détention d'actifs immobiliers, or le logement échappe en partie à cette logique, en ce qu'il procure un service en soi. La situation de *negative equity* ne devient problématique, pour le ménage, qu'à partir du moment où il doit revendre le bien, et rembourser le prêt immobilier. Tant qu'il n'est pas dans cette situation, il peut continuer de rembourser son crédit, et profiter du service de logement.

⁴⁶ Au moins 40 % des emprunteurs (hors investissement locatif) ont des apports très faibles (inférieurs à 5 %) ou nuls.

Tableau 4 : Évolution de la maturité moyenne des prêts entre 1997-2001 et 2002-2006

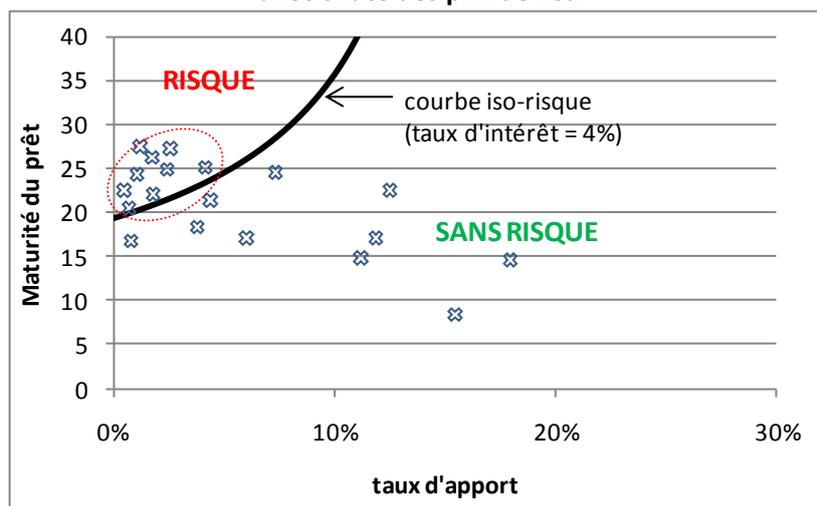
Niveau de vie	1997-2001	2002-2006	Écart
Premier quartile (25% de ménages les plus modestes)	14,7	17,6	2,9
Deuxième quartile	15,1	17,5	2,4
Troisième quartile	15,3	18,1	2,8
Dernier quartile (25% de ménages les plus aisés)	13,7	16,3	2,6
Ensemble	14,6	17,2	2,6
Primo-accédants	15,1	18	2,9
Autres accédants	13,5	16,0	2,5

Source : Insee Première n°1291, mai 2010.

Lecture : Dans l'ensemble, la maturité des prêts est passée de 14,6 ans en moyenne sur la période 1997-2001, à 17,2 ans en moyenne sur la période 2002-2006.

Les populations qui apparaissent fragilisées à l'heure actuelle sont donc essentiellement les accédants endettés sur longue période, qui ne disposaient pas d'apport substantiel au moment de l'achat et qui ont acheté récemment. Afin d'évaluer la taille de cette population et surtout son évolution depuis 2003, on définit la population d'emprunteurs risqués comme les emprunteurs qui seraient en risque de *negative equity* en cas de revente au bout de 4 ans dans une situation où les prix auraient chuté de 15% par rapport au prix d'achat (Schéma 1).⁴⁷

Schéma 1 : Relation entre maturité et taux d'apport pour un niveau de risque correspondant à l'absence de *negative equity* au bout de 4 ans avec chute des prix de 15%



⁴⁷ Cette analyse est assise sur l'enquête Logement, dont la dernière version disponible couvre la période 2002 – 2006. Pour étendre la plage, on a déformé les caractéristiques (taux d'apport et maturités) des prêts octroyés en. Pour une année donnée, les ajustements sont identiques entre tous les prêts. Cette approche présente bien entendu des limites, mais elle constitue une utile première approximation.

L'analyse de la population des emprunteurs dits risqués permet de mieux en cerner les caractéristiques (cf. figure 4). Il apparaît que les emprunteurs risqués ont en moyenne un taux d'apport quasiment nul, alors qu'il oscille autour de 20 % pour les emprunteurs non risqués. Les emprunteurs risqués ont emprunté sur des durées très longues (supérieures à 25 ans en moyenne). Enfin, leur niveau de vie est plus faible que le niveau des emprunteurs non risqués : ils n'appartiennent toutefois pas au bas de la distribution de revenus, en moyenne.⁴⁸

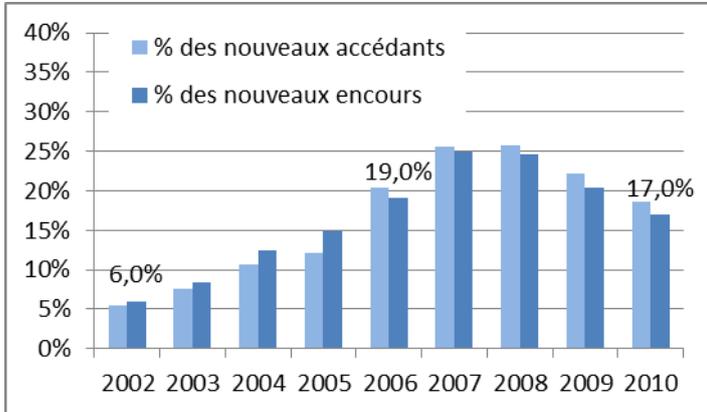
La part des emprunteurs risqués dans la population d'accédants a fortement progressé depuis 2002, où seulement 6 % des emprunteurs étaient potentiellement en situation de *negative equity* en cas de baisse des prix de 15 %. Cette proportion a culminé en 2007 – 2008 à 26 %, et elle décroît depuis.

Le bilan global en termes de risque est contrasté : la plupart des emprunteurs n'est pas exposé à un risque de *negative equity* en cas de retournement des prix de l'ordre de 15 %. Toutefois, la concentration du risque sur une fraction significative de primo-accédants est préoccupante, dans la mesure où la dynamique du marché immobilier repose sur les primo-accédants : une réduction de cette population pourrait réduire la fluidité du marché immobilier, ce qui pourrait se traduire par un ajustement supplémentaire des prix.

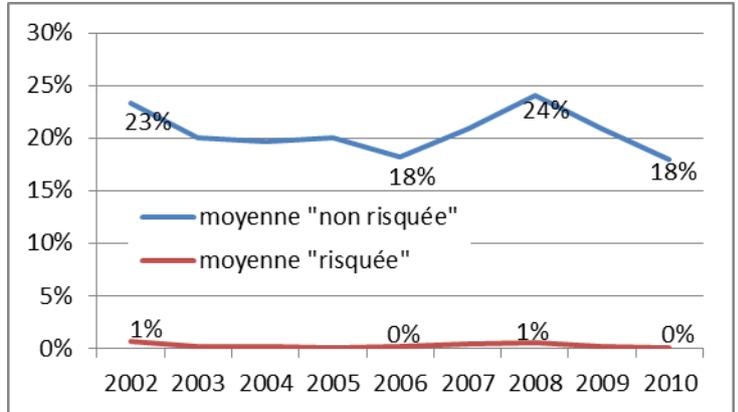
⁴⁸ Cette analyse confirme qu'il n'existe pas en France de distribution de crédit immobilier non raisonné, de type *subprime*.

Figure 4 : Une population risquée de taille stable depuis 2006, caractérisée par des taux d'apport quasi nul, des maturités plus longues et un niveau de revenu plus faible

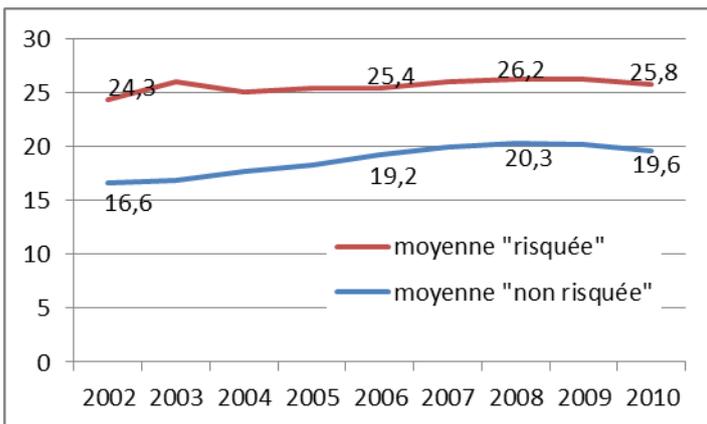
a. Taille de la population risquée



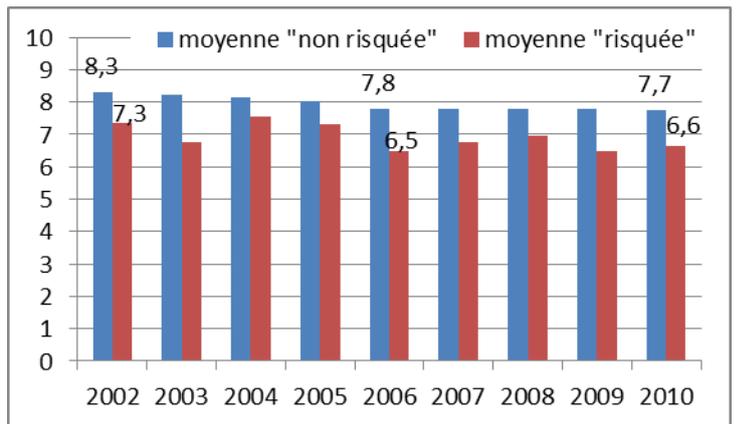
b. Taux d'apport moyen



c. Maturité moyenne des deux catégories d'emprunteurs



d. Décile moyen de revenus



Méthodologie

1. Une décomposition de l'évolution des prix

A la date initiale $t=0$, un ménage se porte acquéreur d'un logement et dispose d'un apport représentant une part β_0 de la valeur du bien. Compte tenu de son revenu disponible RDB_0 , de son taux d'effort financier α_0 , du taux d'intérêt de long terme r_0 et de la durée initiale du prêt T_0 , et des prix de l'immobilier P_0 , cet emprunteur peut acheter une quantité K_0 de logement telle que :

$$P_0 K_0 = \frac{\alpha_0 RDB_0}{1 - \beta_0} \cdot \frac{1 - (1 + r_0)^{-T_0}}{r_0}$$

Compte tenu de l'évolution des différentes composantes de sa capacité d'achat, combien cet acheteur est-il en mesure de payer pour ce même bien à une date ultérieure ? Ceci revient à considérer une élasticité unitaire du prix de l'immobilier aux variations du taux d'intérêt, du revenu disponible etc. L'offre d'immobilier est donc supposée ici complètement inélastique.

A une date ultérieure t , le ménage dispose d'un apport représentant une part β_t de la valeur du bien. Compte tenu de son revenu disponible RDB_t , de son taux d'effort financier α_t , du taux d'intérêt de long terme r_t et de la durée initiale du prêt T_t , cet emprunteur peut acheter la même quantité K_0 de logement au prix suivant :

$$P_t = P_0 \cdot \frac{\alpha_t}{\alpha_0} \cdot \frac{RDB_t}{RDB_0} \cdot \frac{1 - \beta_0}{1 - \beta_t} \cdot \frac{\frac{1 - (1 + r_0)^{-T_0}}{r_0}}{\frac{1 - (1 + r_t)^{-T_t}}{r_t}}$$

Pour le taux d'effort financier, le revenu disponible et le taux d'apport, le taux de croissance de chaque facteur constitue l'effet au premier ordre sur le taux de croissance des prix, mais tous ces facteurs ont des effets croisés dont il importe de tenir compte pour le taux de croissance total des prix.

Les effets du taux d'intérêt et de la maturité initiale des prêts sont plus complexes : ils apparaissent de manière non log-linéaire dans la formule précédente. Comme il n'est pas possible d'isoler les effets de premier ordre de chacun de ces facteurs, c'est leur effet conjoint qui sera pris en compte.

2. Risque constant et allongement de maturité

La maturité initiale des prêts est endogène : à risque de crédit constant, une baisse du taux d'intérêt permet d'allonger la durée initiale du prêt, de même qu'une hausse de l'apport. Il est nécessaire de formaliser cet effet, pour distinguer dans l'accroissement de maturité global la part qui augmente le risque de crédit. Pour ce faire, on endogénéise la maturité initiale à risque constant (MIRC) en prenant le niveau de risque de 2003 comme niveau de référence et en spécifiant la fonction de risque de crédit suivante :

- la banque évalue, en 2003, la durée au bout de laquelle le capital restant dû devient inférieur au prix du bien en cas de chute des prix de 10 %, 25 % ou 40 % : c'est la *durée critique* ;
- à une date ultérieure, compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt et des taux d'apport, la banque évalue la maturité initiale qui permet au ménage d'avoir remboursé suffisamment de

capital après la durée critique précédemment calculée pour faire face sans risque de défaut à la même chute des prix (ou éventuellement à une chute des prix jugée plus appropriée : on pourrait imaginer que les établissements de crédits adaptent la chute potentielle des prix à la hausse ou au dynamisme des prix sur le passé proche) .

Formellement, la durée critique T^c s'obtient en résolvant l'équation suivante :

$$\frac{(1 + r_{03})^{T^c} - 1}{(1 + r_{03})^{T_{03}} - 1} = 1 - \frac{1 - \% \text{ de chute des prix}}{1 - \text{taux d'apport de 2003}}$$

Une fois cette durée critique déterminée, la maturité initiale « autorisée » à risque constant T_t^* à la date ultérieure t se déduit d'une formule analogue :

$$\frac{(1 + r_t)^{T^c} - 1}{(1 + r_t)^{T_t^*} - 1} = 1 - \frac{1 - \% \text{ de chute des prix}}{1 - \text{taux d'apport date } t}$$

Cette relation théorique entre maturité et taux d'apport pourrait être vérifiée empiriquement sur l'enquête Logement de l'Insee ou d'autres sources de données micro sur le crédit immobilier, mais nécessite toutefois de pouvoir contrôler par l'âge de l'emprunteur et le taux d'effort financier notamment.

Annexe 4 : Évolution des risques sur les crédits à l'habitat (ACP)

Note du Secrétariat général de l'Autorité de contrôle prudentiel (février 2012).

SOMMAIRE

1. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE LA PRODUCTION	4
2. ANALYSE DETAILLEE DES INDICATEURS DE RISQUE	8
2.1 Montant moyen du prêt	8
2.2 LTV moyenne et sur financement	9
2.3 Durée initiale moyenne	11
2.4 Taux moyen d'endettement	13
ANNEXE	16

Synthèse

- ❑ L'Autorité de Contrôle prudentiel a renforcé en septembre 2011 ses outils de suivi des indicateurs de risque sur les crédits à l'habitat pour apprécier leur évolution après les différents messages de vigilance adressés à la place sur les sources de vulnérabilité du marché immobilier.
- ❑ Une première analyse permet d'observer que la plupart des indicateurs de risque marque des évolutions favorables :
 - une baisse du montant moyen des prêts immobiliers depuis juillet 2011,
 - une baisse du rapport moyen entre le montant des crédits accordés et la valeur des biens financés (*loan to value*, LTV) sur 2011, même si une très légère reprise peut être observée depuis juillet ; la part des opérations donnant lieu à sur financement (dont la LTV est supérieure à 100 %) ne marque, quant à elle, pas d'évolution significative sur 2011 ;
 - une stabilisation de la durée initiale moyenne des prêts (hors prêts relais) depuis août 2011 ;
 - un recul du taux d'endettement moyen depuis juillet 2011 ; la part des emprunteurs présentant un taux d'endettement supérieur à 35 %, globalement stable sur l'année, se maintient toutefois à un niveau qui continue d'appeler l'attention.

A partir du suivi mensuel mis en place, l'Autorité de contrôle prudentiel s'assurera que ces orientations favorables se confirment dans la durée.

Dans le rapport annuel 2010 de l'Autorité de Contrôle prudentiel, il avait été indiqué que le risque d'un ajustement significatif des prix de l'immobilier en France pouvait constituer une source de vulnérabilité, conduisant à formuler un message de vigilance à la place.

En juillet 2011, le Conseil de régulation financière et du risque systémique (CoReFRiS) avait estimé que la possibilité d'un ajustement significatif à la baisse des prix de l'immobilier résidentiel n'était pas à écarter, ce qui pourrait représenter un risque pour la stabilité financière.

Un courrier a été adressé le 7 septembre 2011 par le Gouverneur de la Banque de France, Président de l'Autorité de Contrôle prudentiel, au Président de la Fédération bancaire française recommandant le respect de principes de gestion rigoureuse des risques. Il y est rappelé que les établissements de crédit doivent accorder une grande attention à ce que la charge de remboursement reste limitée à une proportion raisonnable du revenu disponible des emprunteurs.

Il convient aussi que les établissements apprécient, de manière prudente, dans le processus d'octroi des crédits, le rapport entre le montant des prêts accordés et la valeur des biens financés. Il importe enfin d'éviter un allongement excessif de la durée des crédits.

Pour permettre à l'Autorité de Contrôle prudentiel d'apprécier l'évolution des conditions d'octroi des prêts à la clientèle, le Collège a adopté l'instruction 2011-I-14 le 29 septembre 2011. Celle-ci demande aux principaux acteurs du financement de l'habitat en France de remettre des informations mensuelles sur la production de crédits nouveaux, pour trois indicateurs de risque (taux d'effort des emprunteurs, rapport entre le montant des prêts et la valeur des biens financés et durée initiale des prêts).

L'analyse des informations remises par les établissements⁴⁹ permet de dresser un premier constat de l'évolution des principales caractéristiques de la production de crédits à l'habitat sur 2011 et d'apprécier la situation à fin octobre de cette année.

1. PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DE LA PRODUCTION

Catégories de crédits couvertes par le suivi mensuel :

- Prêts principaux : crédits effectivement consentis à la clientèle des particuliers résidents en France, destinés à financer l'acquisition d'un bien immobilier à usage d'habitation ; la déclaration du prêt intervient à la date du premier décaissement ;
- Prêts travaux : crédits pour travaux associés à un prêt principal à l'habitat ; les crédits à la consommation pouvant financer des travaux sont exclus du périmètre de remise ;
- Prêts relais : prêts à court terme destinés à financer tout ou partie de l'acquisition d'un bien dans l'attente de la vente d'un autre bien par le client.

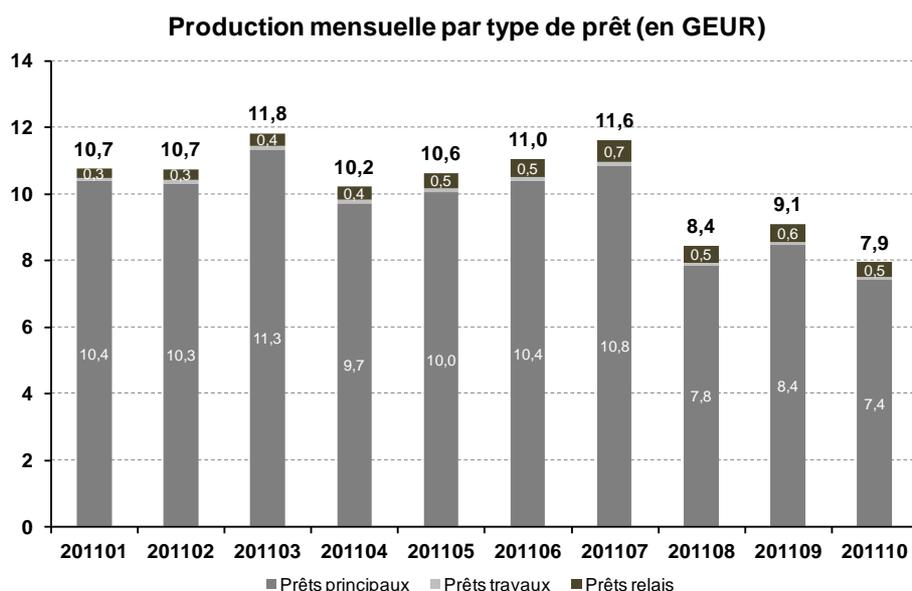
⁴⁹ À fin décembre 2011, tous les établissements avaient remis leurs informations pour octobre 2011. Par ailleurs, 10 établissements, représentant 75 % de la production d'octobre 2011, avaient remis un historique mensuel détaillé sur 2011, sur lequel est fondée cette 1^{ère} analyse.

Segments de marché couverts par le suivi mensuel :

- Résidence principale ; le suivi mensuel cumule, au sein de ce segment, les primo-accédants (dont on dispose du détail des informations) et les autres acquéreurs de leur résidence principale (dénommé dans la suite de l'étude, « résidences principales hors primo-accédants »), dont les données ont été reconstituées par différence avec le segment des primo-accédants ;
- Rachats de crédits externes : crédits rachetés auprès d'autres établissements de crédit ;
- Investissement locatif : opérations à vocation patrimoniale réalisées par des particuliers et qui sont essentiellement destinées à la location de logements (neufs ou anciens) ;
- Autres crédits : comprend notamment, mais pas exclusivement, les prêts pour les résidences secondaires.

Sur la base des données transmises pour 2011, et hors correction des variations saisonnières, on observe que, après avoir oscillé entre 10 et 12 milliards d'euros jusqu'en juillet, la production

mensuelle de crédits à l'habitat s'est significativement repliée au mois d'août pour se stabiliser les mois suivants.

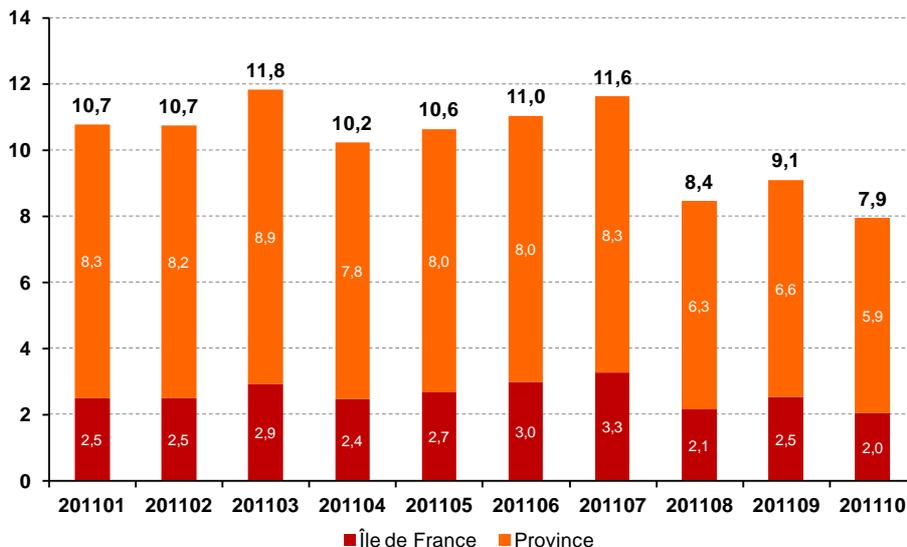


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

La production, qui concerne quasi exclusivement des prêts principaux, est réalisée pour les trois quarts en Province et a

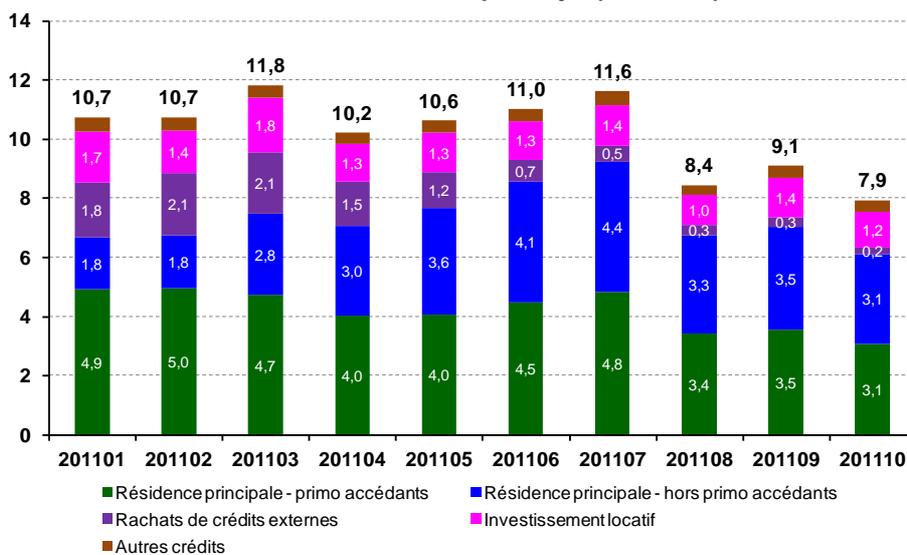
principalement pour objet le financement de la résidence principale.

Production mensuelle par région (en GEUR)



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Production mensuelle par objet (en GEUR)

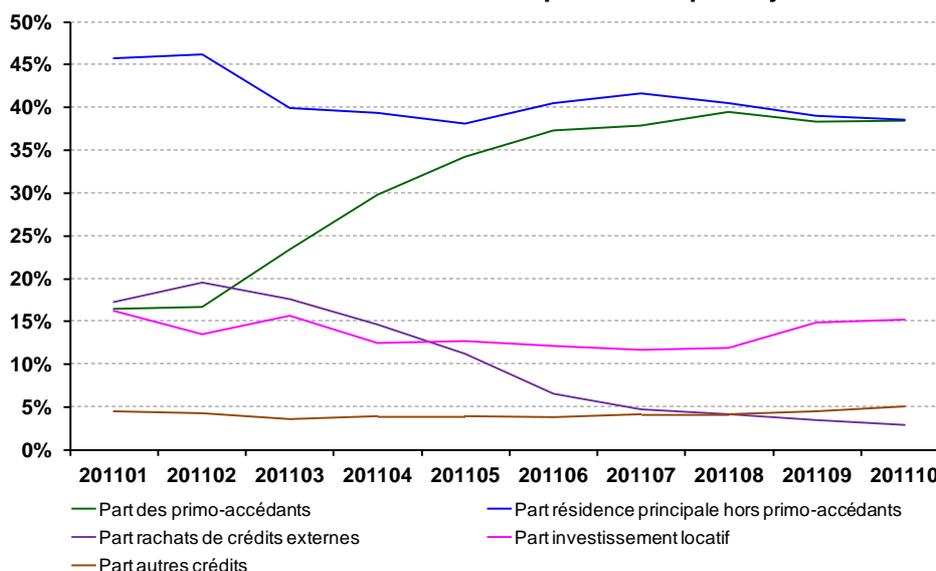


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

La contribution des primo-accédants a très fortement progressé au cours de l'année, même si une légère inflexion semble apparaître depuis août. A l'inverse, dans un contexte de remontée graduelle des taux

d'intérêt, les banques ne semblent presque plus effectuer de rachats de crédits externes, alors qu'ils représentaient près de 20 % de la production au début de l'année.

Evolution de la structure de la production par objet

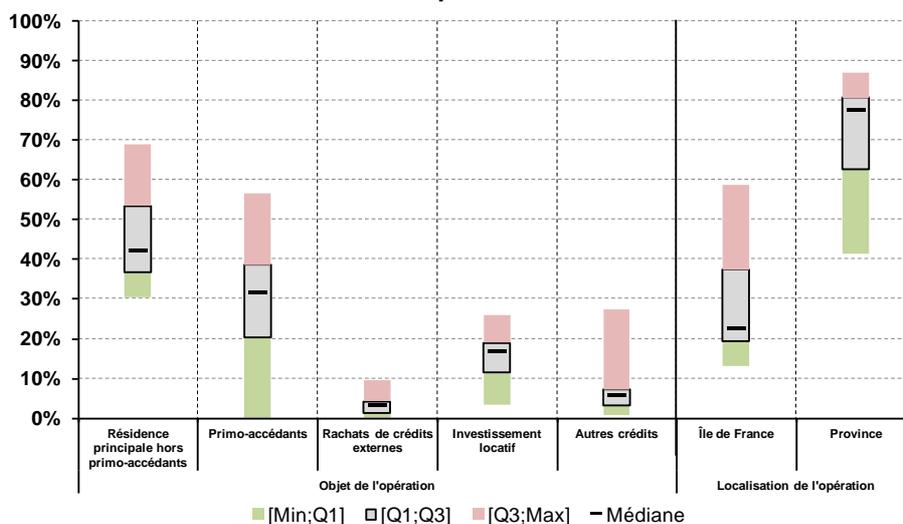


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

L'examen des données du mois d'octobre 2011 fait néanmoins ressortir des profils sensiblement différents d'un établissement à

l'autre, en particulier sur le poids des primo-accédants et la répartition géographique de la production.

Répartition de la production par segment pour les différentes banques en octobre 2011



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Lecture du graphique : le graphique indique la part occupée par chaque segment (en abscisse) dans l'activité totale de chaque banque de l'échantillon. La « boîte » grisée au centre représente l'écart entre les 1^{er} et 3^{ème} quartiles – 50 % des établissements se situent donc dans cet intervalle – et les zones vert et rose pâles les écarts entre, d'une part, la valeur minimale et le 1^{er} quartile et, d'autre part, le 3^{ème} quartile et la valeur maximale. Par exemple, le segment des résidences principales hors primo-accédants concentre au minimum 30 %

de l'activité de chaque banque et au maximum 69 % ; pour le quart des banques (Q1), ce segment représente moins de 37 % de leur production totale, alors que pour trois quarts des banques (Q3), il représente moins de 53 % de leur activité totale.

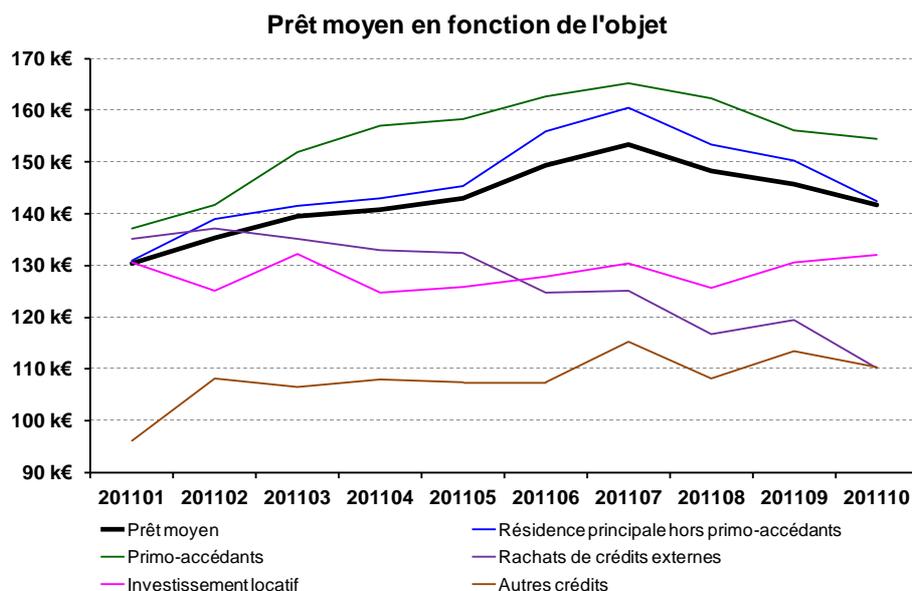
Enfin, le marché des crédits à l'habitat est particulièrement concentré puisque les 4 premiers producteurs représentent 55 % de la production des établissements qui remettent les informations mensuelles.

2. ANALYSE DETAILLEE DES INDICATEURS DE RISQUE

2.1 Montant moyen du prêt

Après avoir atteint un pic en juillet 2011, le montant moyen des crédits à l'habitat a marqué une décrue quasi continue. L'investissement locatif, dont le montant moyen reste relativement stable sur la période, et les rachats de crédits externes, dont le

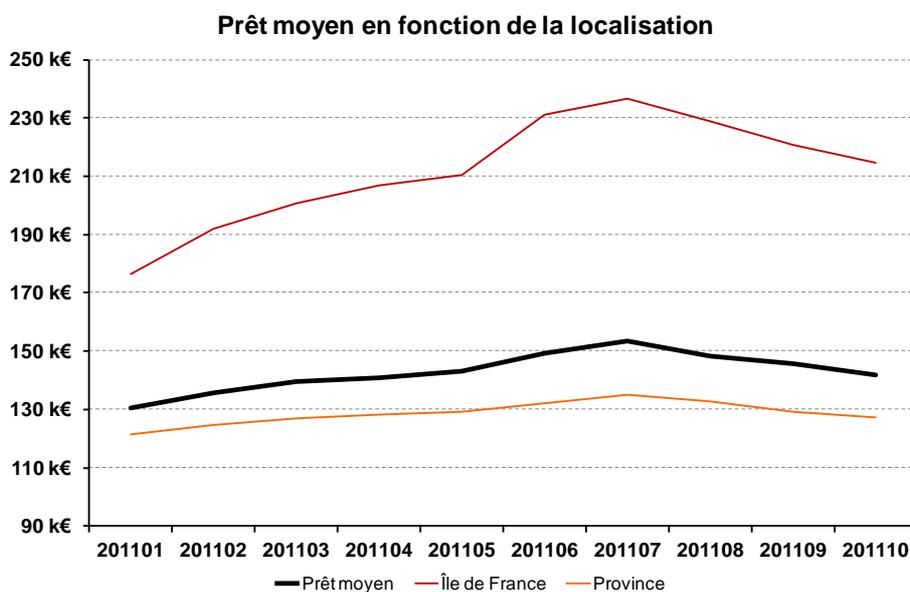
montant moyen s'inscrit lui en baisse plus précoce, se démarquent toutefois de cette tendance.



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Compte tenu des écarts de prix entre les deux régions, les prêts moyens sont naturellement sensiblement plus élevés en Île de France qu'en Province, même si un repli significatif

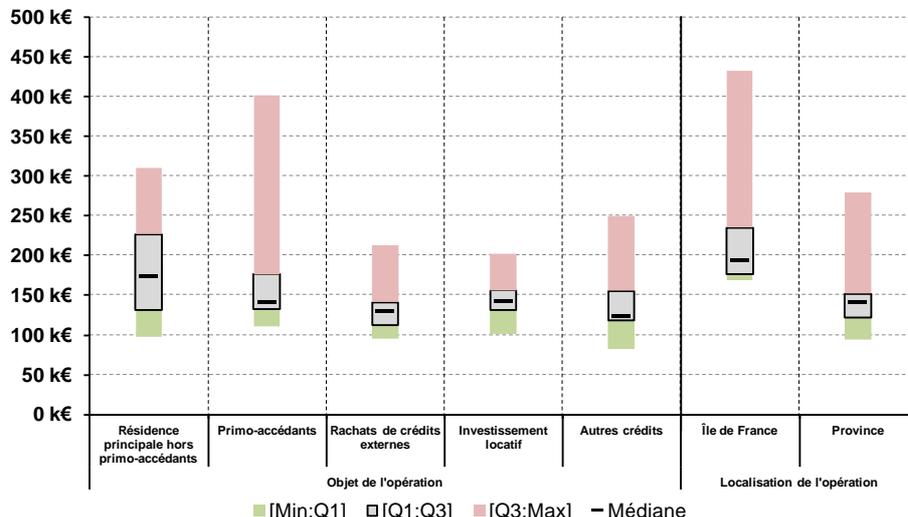
semble avoir été amorcé en Région parisienne depuis juillet 2011.



En octobre 2011, le montant moyen d'une opération de crédit à l'habitat s'établit à 160 000 euros⁵⁰, avec toutefois de très grandes disparités entre établissements,

notamment pour les primo-accédants et en Île de France.

Montant moyen du prêt par segment pour les différentes banques en octobre 2011



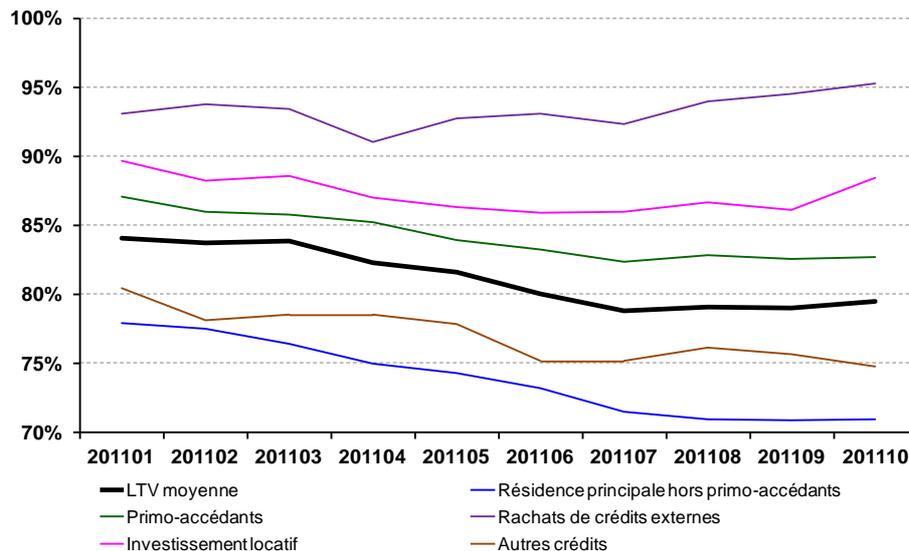
Source : suivi mensuel habitat – SGACP

2.2 LTV moyenne et sur financement

La *loan to value* ou LTV correspond au ratio constaté à l'octroi du prêt entre le montant du crédit principal et la valeur d'achat du logement hors droits de mutation et/ou d'acquisition. Les établissements renseignent la moyenne des ratios par opération pondérée par le montant des crédits, pour l'ensemble des crédits à l'habitat octroyés pendant la période.

La LTV a dans l'ensemble marqué une dégrue quasi continue jusqu'en juillet 2011 avant de marquer une très légère reprise.

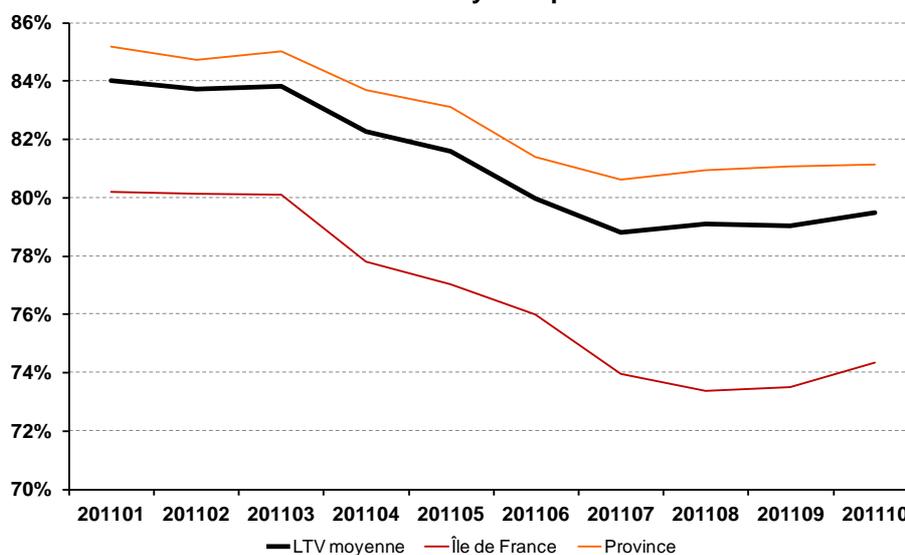
Evolution de la LTV moyenne par objet



Par ailleurs, la LTV en Île de France est sensiblement inférieure à la LTV en Province, reflétant potentiellement le fait que les

acquéreurs de la Région parisienne doivent consentir un effort plus important dans un contexte de prix immobiliers élevés.

Evolution de la LTV moyenne par localisation

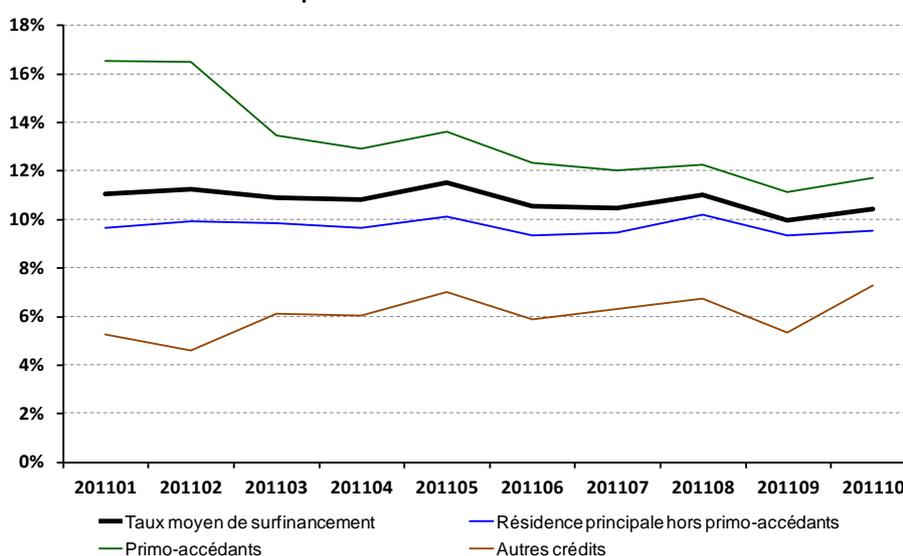


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Enfin, la part des opérations ayant donné lieu à un sur financement (i.e. présentant une LTV supérieure à 100 %) apparaît relativement stable sur la période ; elle s'inscrit toutefois en baisse quasi continue pour les primo-accédants, pour lesquels cette pratique apparaît

plus fréquente. A l'inverse, les autres crédits, qui donnent lieu moins fréquemment à un sur financement, s'inscrivent dans une tendance plutôt haussière.

Part des opérations donnant lieu à surfinancement

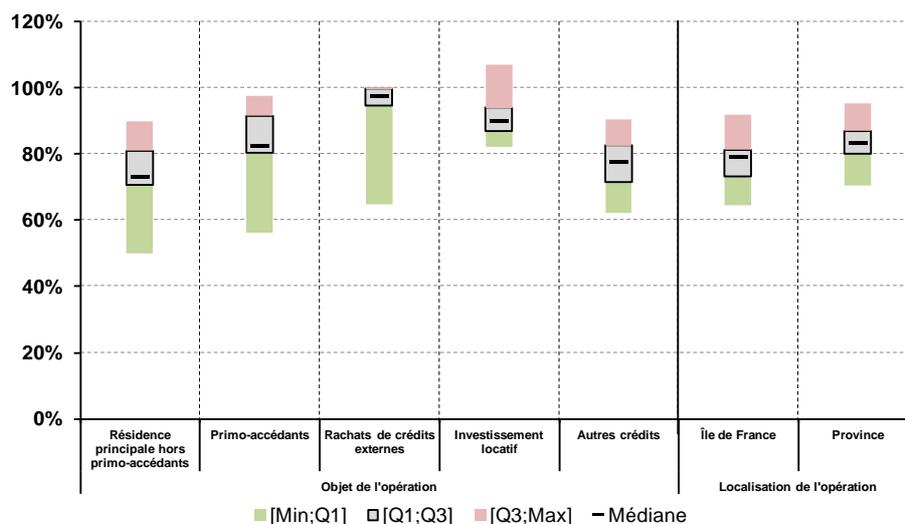


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

En octobre 2011, la LTV moyenne atteint 80,9 %⁵¹, masquant toutefois des différences parfois significatives, notamment entre les types de financement.

⁵¹ LTV moyenne pondérée par la production de prêts principaux.

LTV moyenne par segment pour les différentes banques en octobre 2011



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

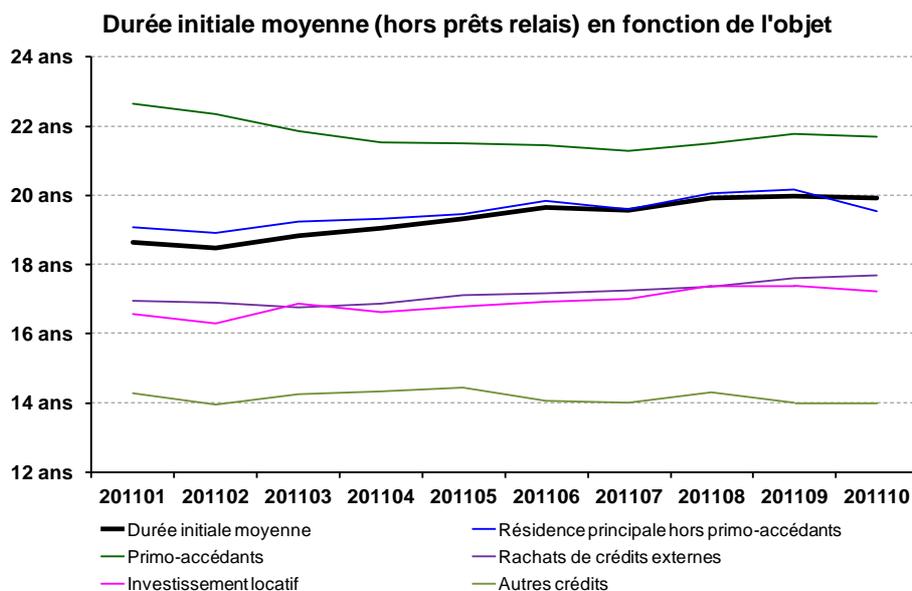
- Les prêts accordés aux primo-accédants présentent ainsi une LTV moyenne (83,3 %) sensiblement supérieure à ceux des autres acquéreurs de leur résidence principale (73,9 %) ;
- Les concours destinés à financer des investissements locatifs présentent une LTV sensiblement plus élevée que la moyenne (89,6 %) dans la mesure où l'économie des projets peut conduire à maximiser le niveau d'endettement pour bénéficier de l'intégralité de la déduction fiscale des intérêts d'emprunts ;
- Les opérations de rachats de crédits externes présentent les LTV les plus élevées ; quatre établissements affichent même des taux de 100 %. En première analyse, le niveau de la LTV observée sur ce dernier segment suscite néanmoins des interrogations : dans la mesure où les rachats de crédits sont en principe effectués sur des concours partiellement amortis, leur LTV devrait, en toute logique, être inférieure à celle observée sur d'autres segments ; une investigation complémentaire paraît donc nécessaire, qui n'a toutefois pu encore être menée dans le cadre de cette étude.

2.3 Durée initiale moyenne

Il s'agit de la moyenne, pondérée par les montants des crédits, des durées initiales maximales de remboursement telles que prévues dans les contrats de prêt (hors prêts relais) et calculées à partir de la première échéance de remboursement.

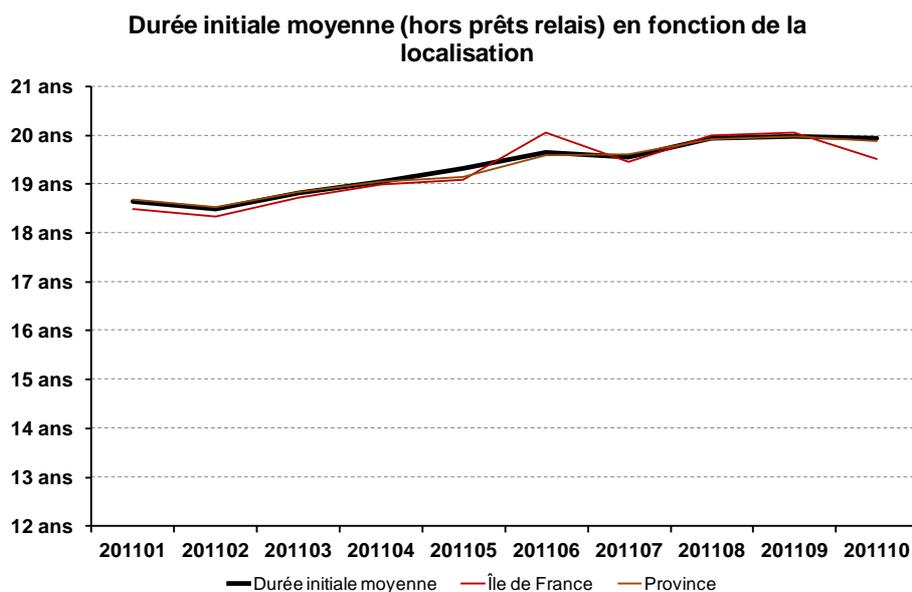
La durée initiale moyenne des prêts à l'octroi s'est inscrite globalement en hausse entre janvier et août 2011 et paraît s'être stabilisée depuis.

En termes de niveaux, les prêts aux primo-accédants affichent constamment les durées initiales moyennes les plus élevées, à l'inverse des autres crédits, des investissements locatifs et des rachats de crédits externes qui sont sensiblement moins longs.



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Enfin, il n'y a pratiquement pas de différence entre les durées des prêts à l'octroi en Île de France et en Province.



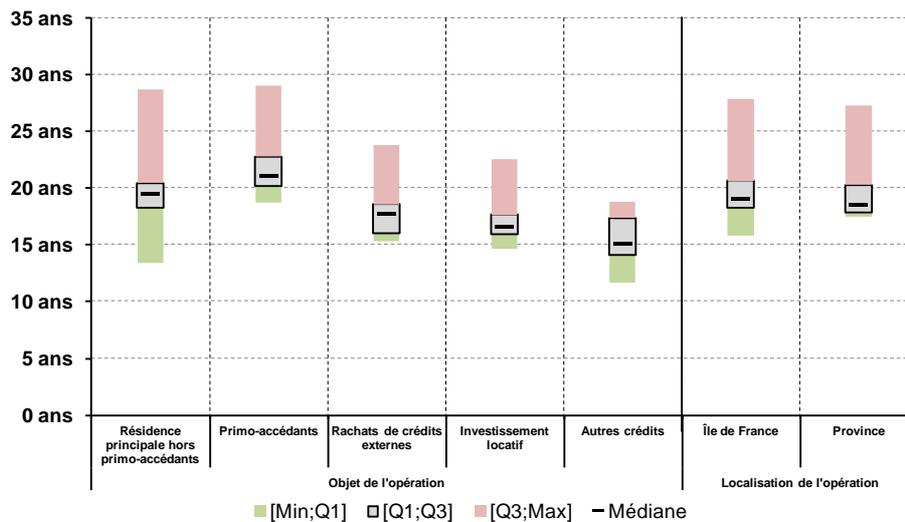
Source : suivi mensuel habitat – SGACP

En octobre 2011, la durée initiale moyenne des concours à l'octroi hors prêts relais s'établit à 19,7 ans⁵², mais recouvre là encore des situations contrastées d'un établissement à l'autre. C'est sur le segment des acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants que l'on trouve les écarts les plus importants : une banque rapporte une durée de 13,4 ans

alors que, à l'autre extrême, une autre déclare une durée de 28,7 ans ; mais les trois quarts des banques (Q3) ont une durée inférieure à 20,2 ans.

⁵² Durée initiale moyenne pondérée par la production hors prêts relais.

Durée moyenne par segment pour les différentes banques en octobre 2011



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

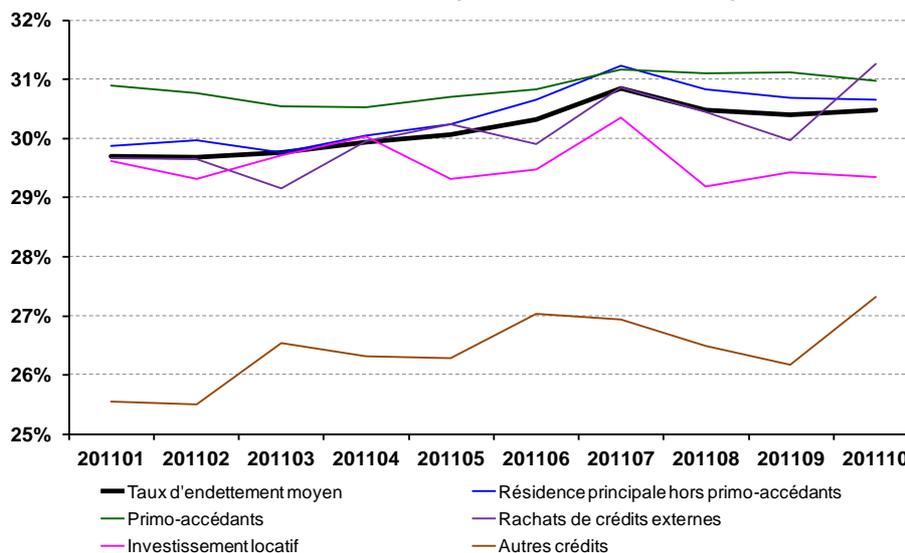
2.4 Taux moyen d'endettement

Le taux d'endettement comporte, au numérateur, l'ensemble des charges de remboursement de tous les crédits des emprunteurs et, au dénominateur, tous leurs revenus perçus. Pour une période de production considérée, le montant à renseigner est la moyenne simple des taux d'endettement des emprunteurs.

Tout comme le prêt moyen, le taux d'endettement moyen s'inscrit globalement en

baisse après avoir atteint un « pic » en juillet 2011.

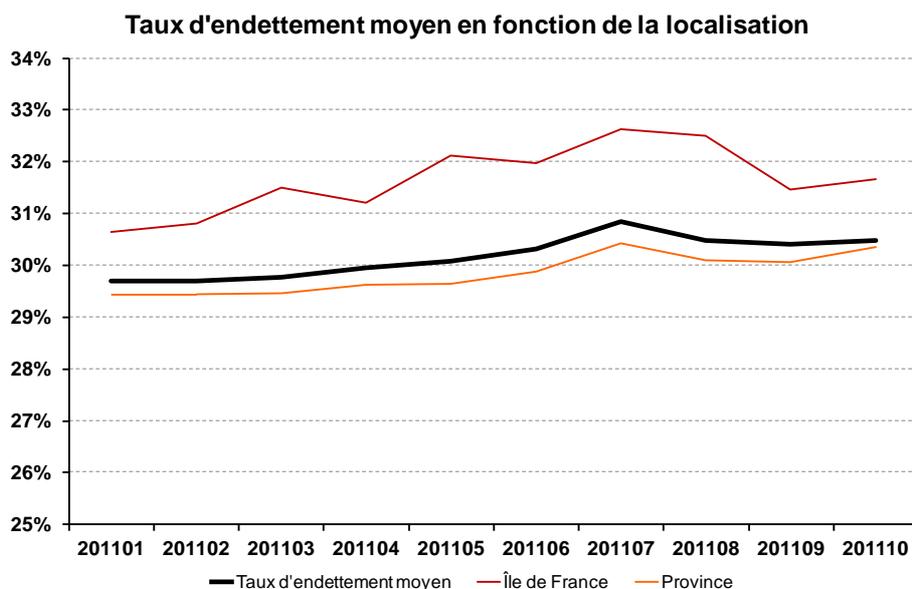
Taux d'endettement moyen en fonction de l'objet



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

Le taux d'endettement moyen est par ailleurs plus élevé en Île de France qu'en Province,

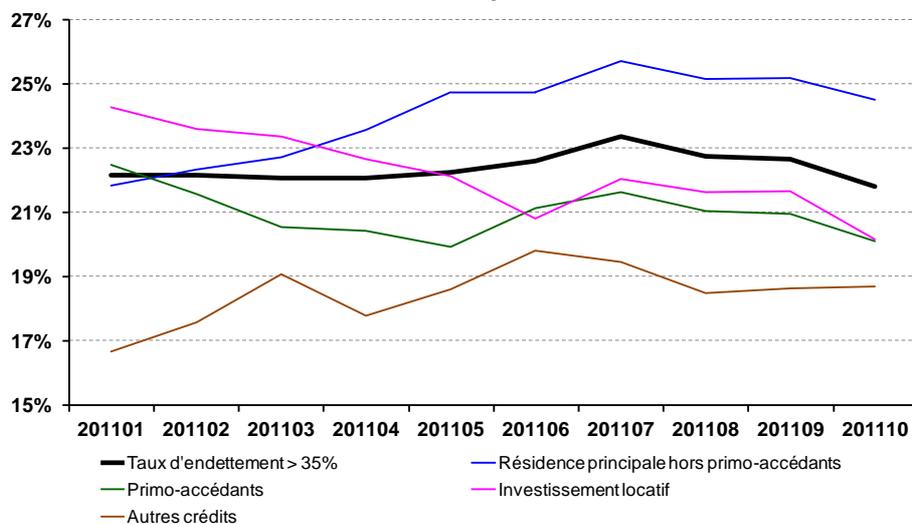
reflétant très vraisemblablement l'écart de prix entre les deux régions.



La part des emprunteurs présentant un taux d'endettement supérieur à 35 % est globalement stable sur la période. Elle est toutefois en légère baisse de janvier à octobre 2011 pour les primo-accédants et

l'investissement locatif et en hausse pour les acquéreurs de résidence principale hors primo-accédants et les autres crédits.

Quote-part des emprunteurs présentant un taux d'endettement supérieur à 35%

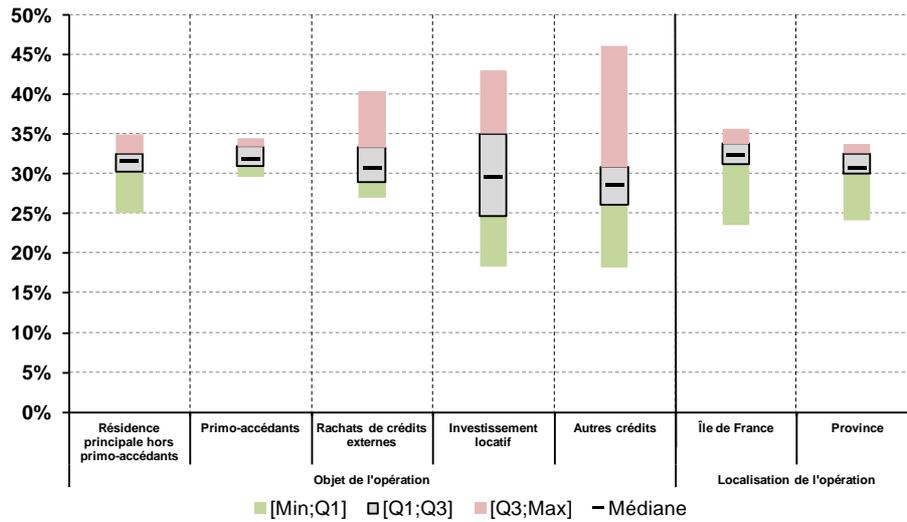


En octobre 2011, le taux d'endettement moyen s'établit à 30,8 %⁵³ ; même si des écarts significatifs peuvent être observés sur des marchés plus secondaires (investissement locatif et autres crédits), le taux d'endettement moyen présente une

assez grande homogénéité d'un segment à l'autre, la médiane évoluant dans une faible marge de fluctuation autour de 30 %.

⁵³ Taux d'endettement moyen pondéré par la production.

Taux d'endettement moyen par segment pour les différentes banques en octobre 2011

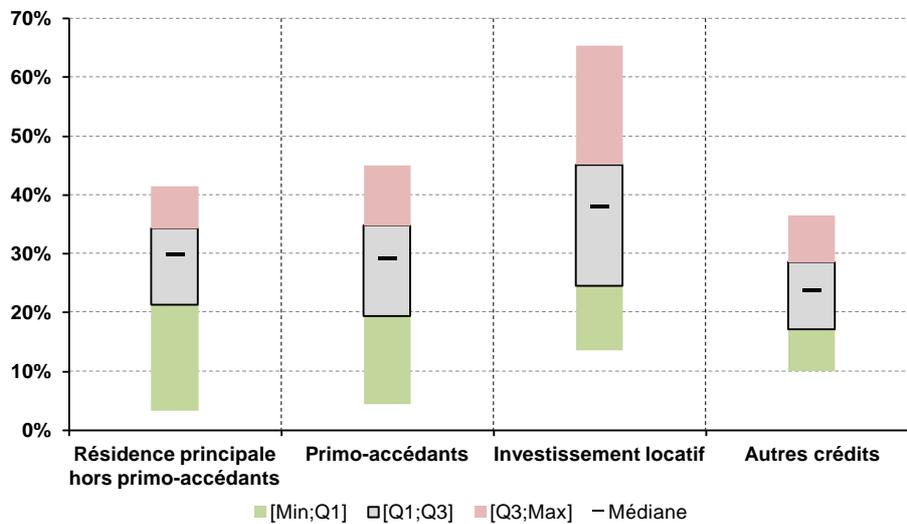


Source : suivi mensuel habitat – SGACP

L'examen de la part des emprunteurs présentant un taux d'endettement supérieur à 35 % fait en outre ressortir de grandes

disparités entre les pratiques des établissements.

Part des emprunteurs présentant un taux d'endettement > 35% pour les différentes banques en octobre 2011



Source : suivi mensuel habitat – SGACP

ANNEXE

Synthèse des chiffres du marché au 31 octobre 2011

Synthèse des données du marché - 10/2011	Ensemble du marché	Objet de l'opération					Localisation de l'opération	
		Résidence principale hors primo-accédants	Primo-accédants	Rachats de crédits externes	Investissement locatif	Autres crédits	Île de France	Province
Types de prêts								
- prêt principaux	92,7%							
- prêts travaux	1,2%							
- prêts relais	6,1%							
Production par objet / région								
- minimum		30,3%	0,0%	0,0%	3,3%	0,7%	13,1%	41,3%
- Q1		36,7%	20,2%	1,2%	11,5%	3,1%	19,3%	62,7%
- médiane		42,2%	31,7%	3,2%	16,7%	5,6%	22,5%	77,5%
- Q3		53,3%	38,5%	4,1%	18,9%	7,1%	37,3%	80,7%
- maximum		69,0%	56,6%	9,4%	25,7%	27,2%	58,7%	86,9%
Prêt moyen								
- minimum	100 k€	97 k€	110 k€	95 k€	101 k€	81 k€	169 k€	93 k€
- Q1	130 k€	131 k€	132 k€	112 k€	131 k€	117 k€	177 k€	122 k€
- médiane	154 k€	173 k€	141 k€	130 k€	142 k€	124 k€	193 k€	140 k€
- Q3	179 k€	227 k€	176 k€	141 k€	156 k€	155 k€	235 k€	152 k€
- maximum	310 k€	310 k€	402 k€	212 k€	202 k€	249 k€	432 k€	280 k€
LTV moyenne								
- minimum	67,2%	49,9%	56,1%	64,6%	82,0%	62,0%	64,3%	70,5%
- Q1	78,6%	70,7%	80,2%	94,6%	86,9%	71,3%	73,2%	80,0%
- médiane	83,8%	72,9%	82,5%	97,6%	90,0%	77,5%	79,0%	83,2%
- Q3	85,7%	80,9%	91,5%	99,6%	93,9%	82,5%	81,2%	86,8%
- maximum	94,3%	89,8%	97,4%	100,0%	107,1%	90,3%	91,9%	95,3%
Part des opérations donnant lieu à surfinancement								
- minimum	0,0%	0,0%	0,0%			0,0%		
- Q1	1,3%	1,1%	0,0%			1,4%		
- médiane	8,0%	9,4%	12,6%			13,6%		
- Q3	19,7%	16,5%	33,8%			22,0%		
- maximum	39,4%	43,3%	57,3%			64,0%		
Durée initiale moyenne								
- minimum	17,9 ans	13,4 ans	18,7 ans	15,3 ans	14,6 ans	11,7 ans	15,8 ans	17,4 ans
- Q1	18,0 ans	18,3 ans	20,1 ans	16,0 ans	15,9 ans	14,1 ans	18,3 ans	17,8 ans
- médiane	18,7 ans	19,5 ans	21,1 ans	17,7 ans	16,6 ans	15,1 ans	19,0 ans	18,5 ans
- Q3	20,2 ans	20,4 ans	22,8 ans	18,5 ans	17,7 ans	17,3 ans	20,6 ans	20,2 ans
- maximum	27,4 ans	28,7 ans	29,0 ans	23,8 ans	22,5 ans	18,7 ans	27,8 ans	27,3 ans
Taux d'endettement moyen								
- minimum	23,8%	25,0%	29,6%	26,9%	18,3%	18,1%	23,5%	24,1%
- Q1	29,8%	30,2%	30,9%	28,9%	24,7%	26,1%	31,2%	30,0%
- médiane	31,0%	31,6%	31,8%	30,8%	29,6%	28,6%	32,3%	30,7%
- Q3	32,8%	32,5%	33,4%	33,3%	35,0%	30,8%	33,8%	32,6%
- maximum	33,7%	34,9%	34,4%	40,4%	43,0%	46,1%	35,6%	33,8%
Part des emprunteurs présentant un taux d'endettement supérieur à 35%								
- minimum	3,0%	3,2%	4,3%		13,4%	9,9%		
- Q1	20,7%	21,2%	19,3%		24,5%	17,1%		
- médiane	26,1%	29,8%	29,2%		38,0%	23,6%		
- Q3	34,6%	34,2%	34,7%		45,1%	28,5%		
- maximum	38,9%	41,4%	45,0%		65,4%	36,4%		

Source : suivi mensuel habitat – SGACP