AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

CARTOGRAPHIE 2020 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Robert Ophèle, président
Benoît de Juvigny, secrétaire général
Stéphane Gallon, chef économiste

INTRODUCTION PAR LE PRÉSIDENT DE L'AMF

1. ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS

Acteurs et infrastructures de marché ont joué leur rôle dans des conditions exceptionnelles

Des marchés qui sont restés ouverts

- Continuité opérationnelle assurée
- Formation des prix, intégrant l'information COVID-19
- Fourniture de liquidité

Des volumes records traités (ici marchés actions)

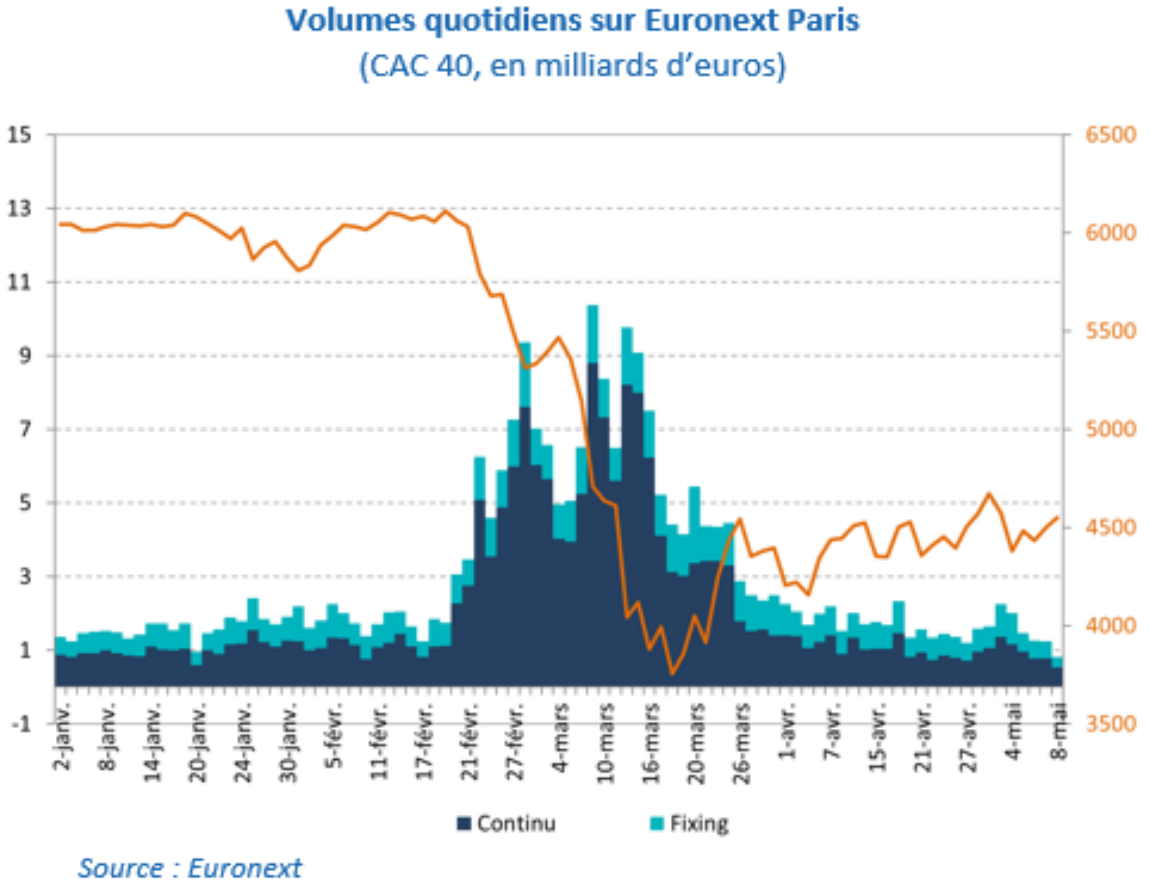
- Transactions X3 sur Euronext (3 → 10 milliards d'€ par jour)
- Ordres X5 (4 → 19 millions par jour)

Un post-marché résilient (Euroclear France)

- Suspens X2,5 (7→ 18 milliards € par jour)

Une volatilité forte (toujours marchés actions)

- Déclenchement des coupe-circuit (49 max sur une journée)
- Compensation centrale qui a fonctionné
  - ↗ Appels de marge initiale +35 %
  - ↗ Marges de variation +200 % (650 → 2000 millions € par jour)

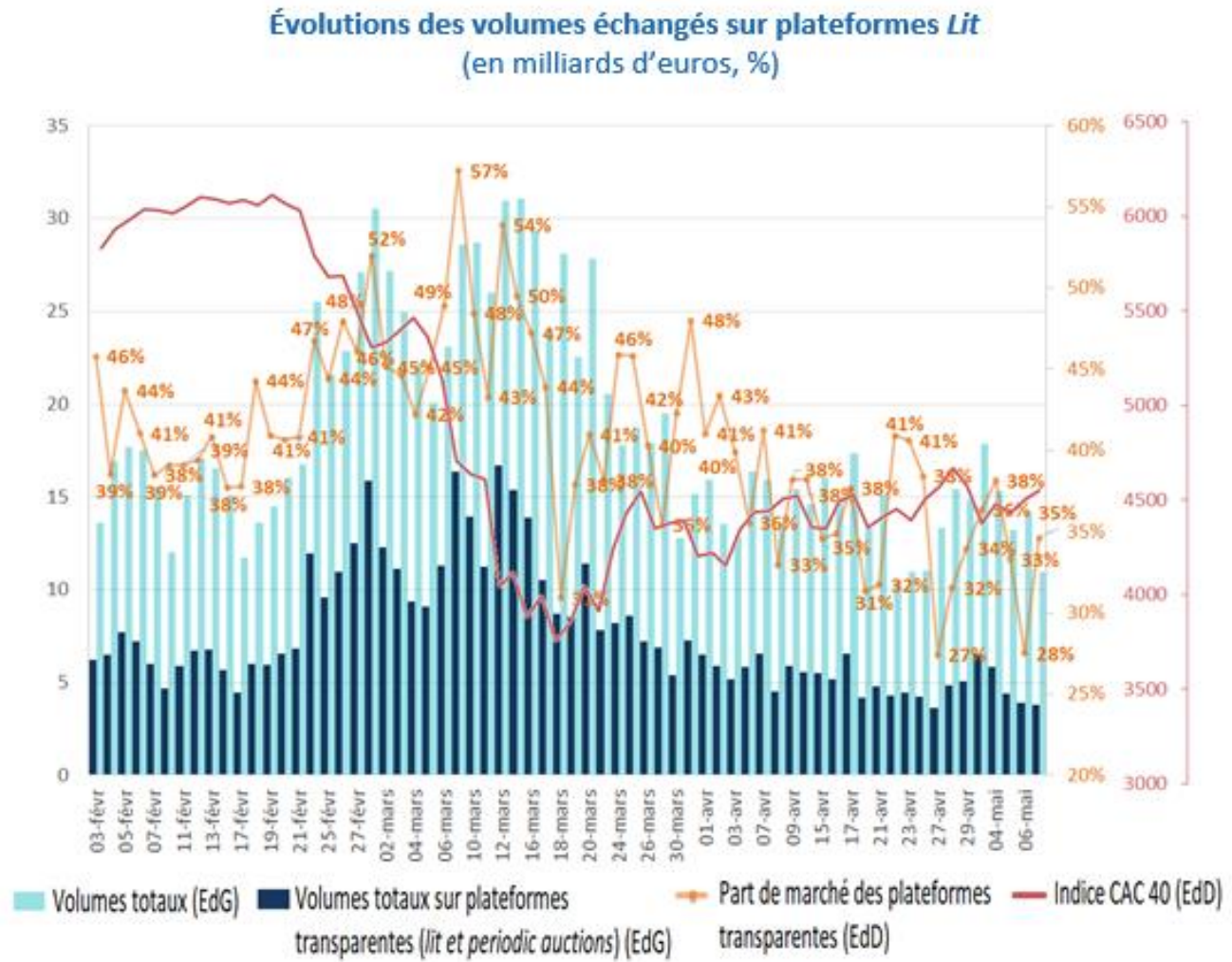


Source : Euronext

Marchés actions : la crise a favorisé les modes transparents de négociation…

Parts de marché…

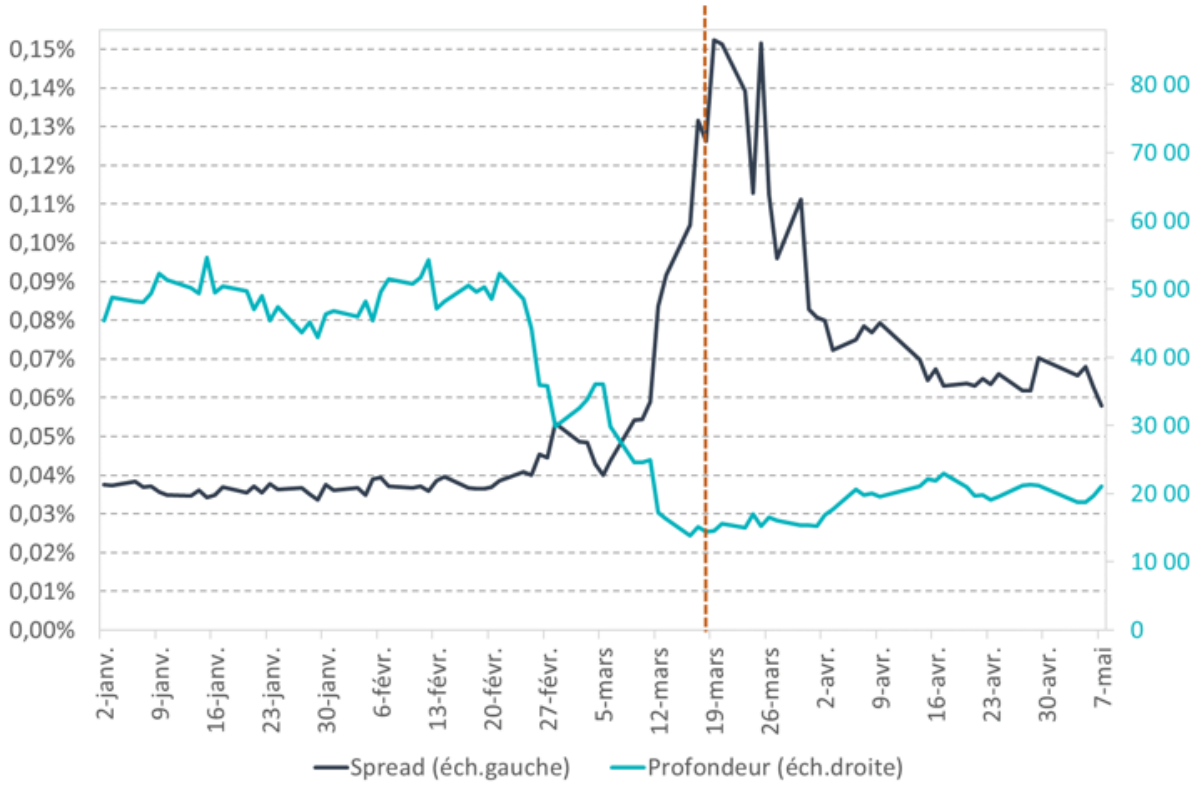
- Des plates-formes transparentes 47 % → 57 %
  - ↗ Baisse du gré à gré
  - ↗ Baisse des internalisateurs systématiques
- De la séance en continu pour Euronext 60 % → 70 %
  - ↗ Baisse du *fixing*



… et a réduit la liquidité

Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite

(CAC 40, en euros, %)

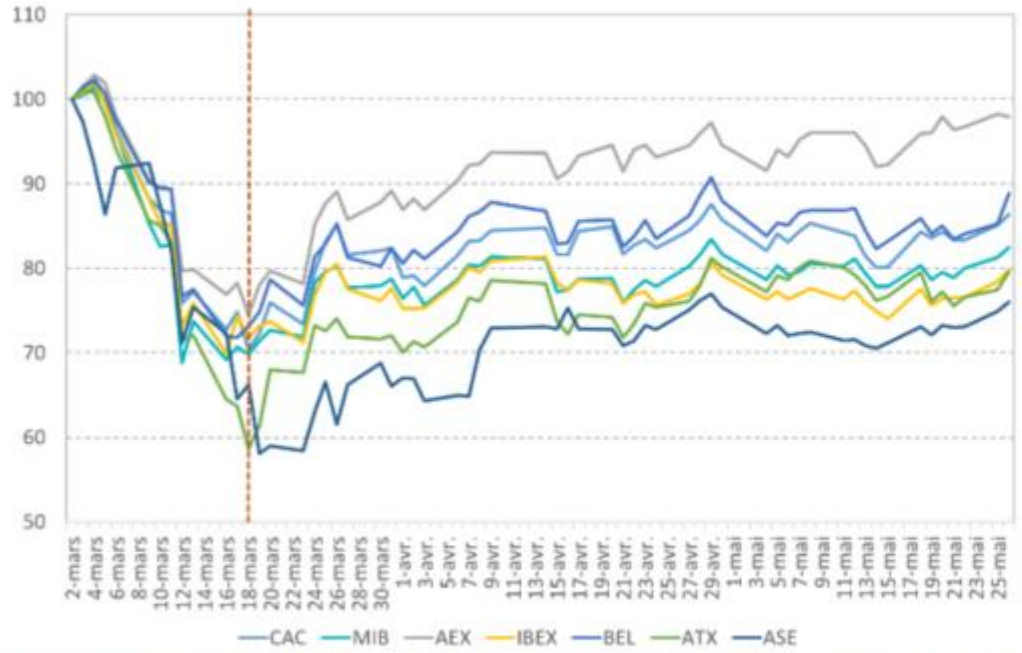


Source : AMF, reporting des transactions

18 mars : interdiction de l'accroissement des positions courtes nettes

La limitation des ventes à découvert a bien réduit les positions nettes vendeuses

Évolution des principaux indices boursiers européens
(base 100 au 2 mars 2020)



Évolution des positions courtes nettes déclarées sur valeurs françaises
(en millions d'euros, % de la capitalisation)

Source : Bloomberg, AMF, notifications des positions courtes nettes. La barre verticale indique le 18 mars 2020, date de début de l'interdiction de l'accroissement des positions courtes nettes

Marchés obligataires : la liquidité s'est aussi dégradée malgré les interventions des banques centrales

L'indicateur reflétant le coût de la liquidité a quintuplé

- Indicateur de dispersion des prix, reflétant la composante « coût » de la liquidité
- X5 (exemple 45 → 250 pb pour les *corporate*)

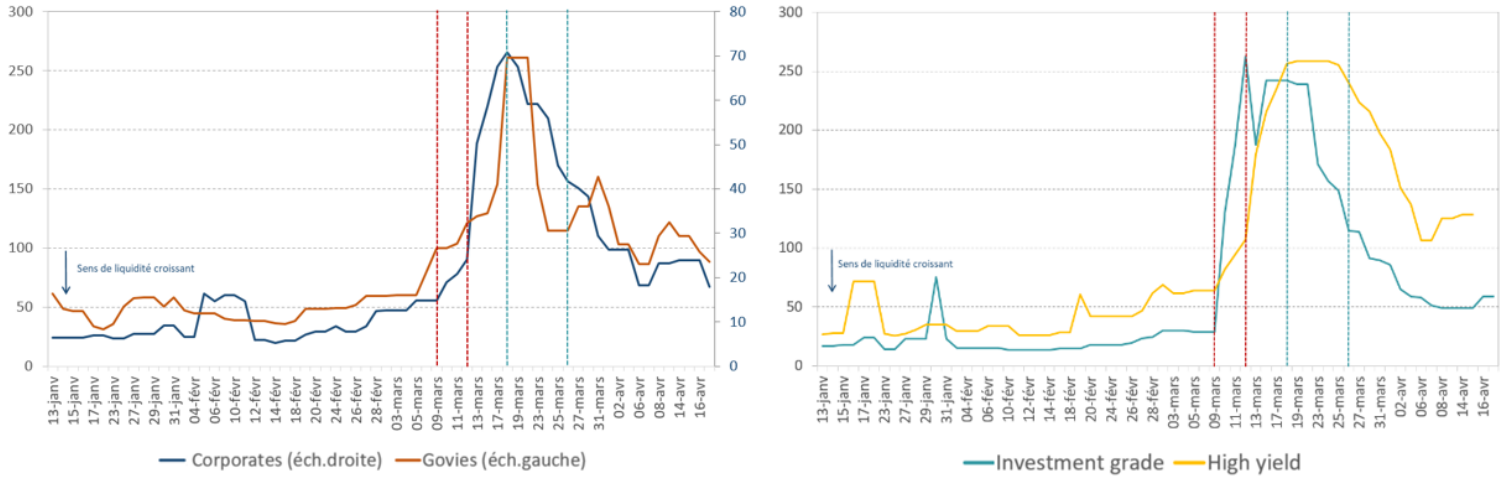
Deux autres indicateurs de liquidité étaient mieux orientés

- Volumes échangés accrus : 28 → 42 milliards € par jour
- Nombre d'obligations différentes échangées : 1200 →1350 par jour

La liquidité se concentre sur les titres éligibles au programme de la BCE

- Vulnérabilité du segment *high-yield*

Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités
(en points de base – médiane mobile 5 jours)



Source : AMF. Les barres rouges font référence aux plus fortes chutes des marchés observées (les 9 et 12 mars). Les barres vertes correspondent au 18 mars, date de l'annonce du PEPP et des mesures BCE contre la crise, et au 26 mars date du début effectif des programmes.

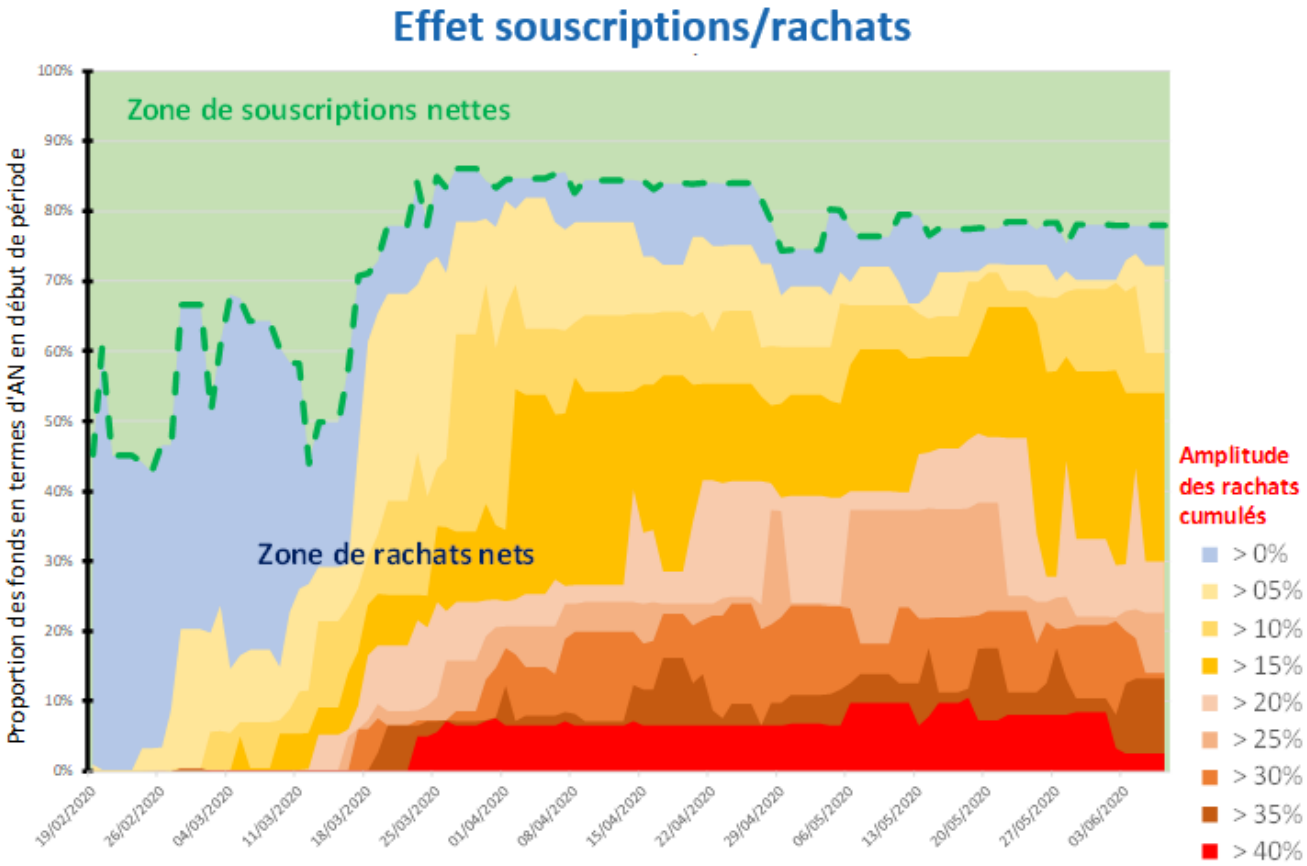
Fonds monétaires : la liquidité a été assurée malgré des rachats records

46 milliards € de rachats nets en mars 2020

- Soit 13 % des actifs des fonds monétaires
- Le double du record précédent de rachats en mars (22 milliards € en 2010)
- Autant que lors de la crise de 2007 mais rachats effectués en 2 semaines au lieu de 24 semaines en 2007
- Explications ?
  - Anticipation de besoin de trésorerie des sociétés non financières, sortant des fonds monétaires
  - Préférence pour la liquidité (*dash for cash* = ruée vers la liquidité) ; hypothèse étayée par la baisse simultanée de tous les actifs même l'or
  - Hausse concomitante des dépôts bancaires (+40 milliards € en mars 2020 pour les sociétés non financières)

Gel concomitant du marché des instruments monétaires

- Chute des émissions
- Absence d'animation du marché par les banques
- Situation débloquée progressivement et partiellement par l'intervention des banques centrales

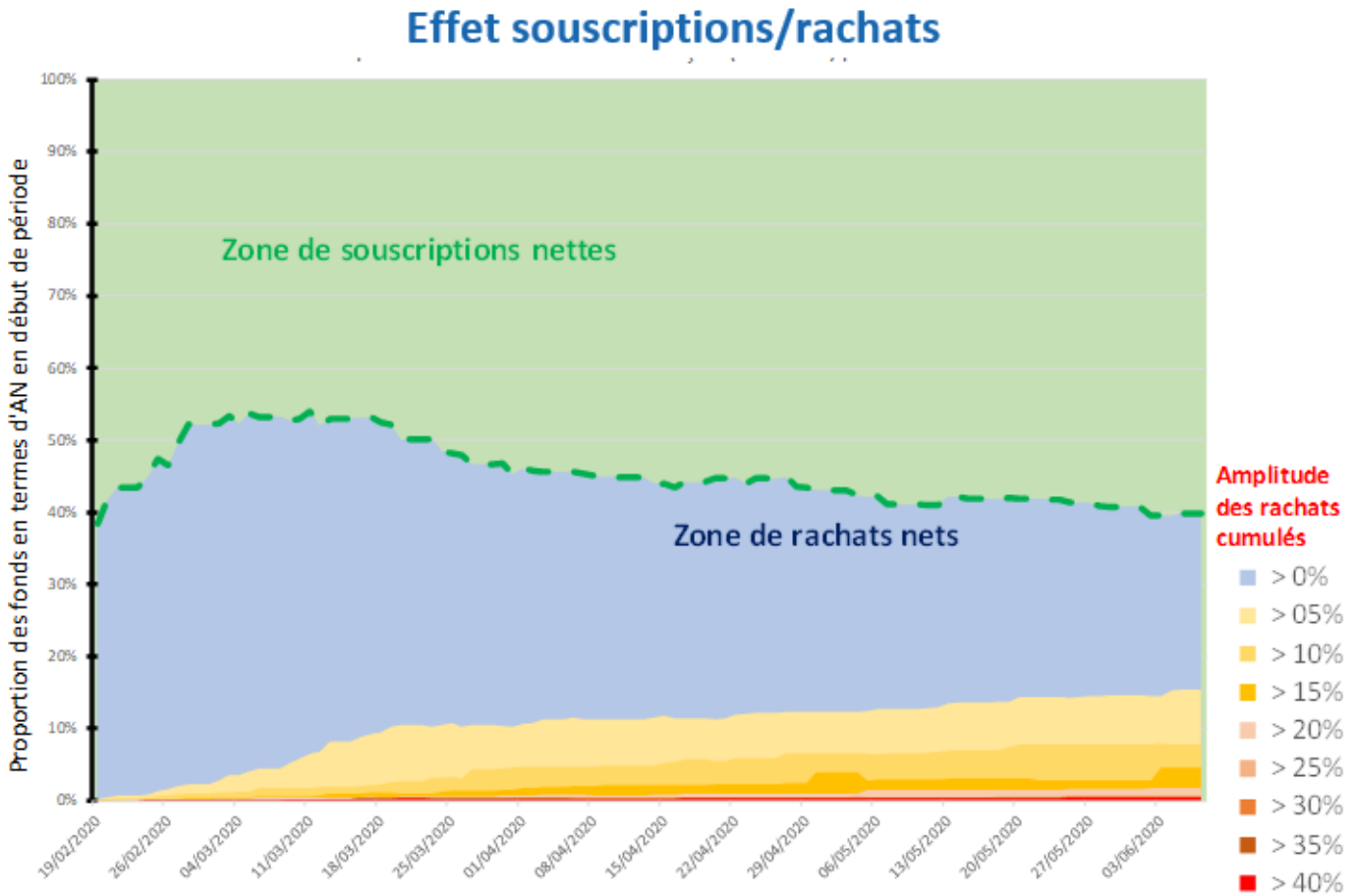


Source : AMF

Fonds actions : les investisseurs n'ont pas eu de comportement pro-cyclique systémique

Mars 2020

- CAC40 : -19 %
- Fonds actions français
  - ↗ -47 milliards € de valorisation
  - ↗ +2 milliards € de souscriptions nettes
- Parallèlement, 150 000 nouveaux investisseurs en bourse



Source : AMF

BILAN / ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS

Risques significatifs…

- Vulnérabilités à un Brexit désordonné
- Cyber-risques

… plutôt en baisse

- Expérience naturelle réussie de résistance pendant la crise COVID-19 malgré les circonstances extrêmes (travail à distance, etc.)

Un rôle croissant du marché des données

2. STABILITE FINANCIERE

Les prix d'actifs paraissent déconnectés de la réalité et à des niveaux très élevés au regard des fondamentaux

Des valorisations qui ont fortement rebondi malgré

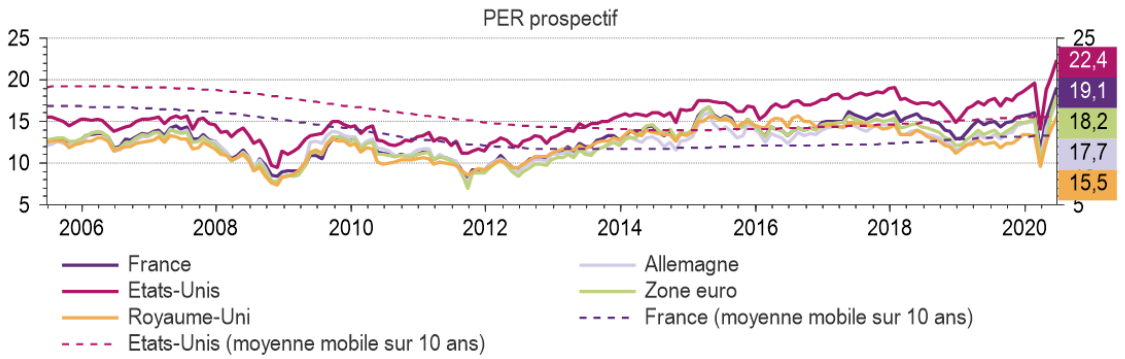
- L'aggravation des prévisions sur la récession en cours (FMI…)
- Une incertitude maximale sur l'activité économique : profil du rebond, développements sanitaires et menace de deuxième vague épidémique, réduction de la *guidance* des sociétés cotées (seuls 23 % qui en donnaient continuent à fournir une information concernant le niveau d'activité et de résultats de l'année 2020)
- De multiples vulnérabilités
  - Faillites d'entreprises et hausse du chômage
  - Tensions sociales internes (ordre public, vie politique…)
  - Tensions géopolitiques (Brexit, Chine-Etats Unis,…)
  - Pays émergents (dévaluation, sortie de capitaux)
  - Environnement international peu coopératif (cf. ventes à découvert…)
  - Zone euro : capacité à surmonter les difficultés pour mutualiser la dette

Des PER prospectifs records, surtout aux Etats-Unis, signe d'une déconnexion inhabituelle entre sphères réelle et financière

- Des prévisions de bénéfices par les analystes qui sont plombées par la récession en cours
- Une remontée des cours des actions

Prévision de croissance des bénéfices pour les douze prochains mois

Source : Refintiv Eikon



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 15/06/2020

L'envolée de la dette des sociétés non financières renforce les risques de solvabilité

La menace d'insolvabilité des sociétés non financières

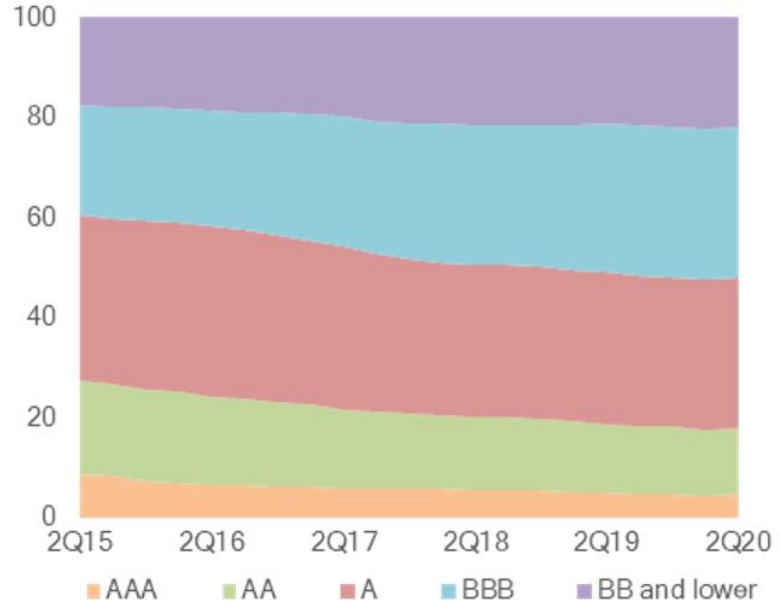
- Un soutien public aux entreprises qui accroît leur endettement
- Une récession qui dégrade les capacités de remboursement
- Un poids accru des moins bonnes notations avant même la crise (notes < BBB)

De nouveaux anges déchus (*fallen angels*)

- Emetteurs passant de *Investment Grade* à *High Yield*
- ~ 600 milliards € de dette au niveau mondial pouvant basculer
  - 5100 milliards € d'encours de titres notés BBB pré-crise
  - 11 % de déclassement lors de la crise des *subprimes*
- Selon la dépendance aux notations, des effets de réallocation de portefeuille des assureurs, banques et gestionnaires d'actifs

Des titrisations dont la mutualisation repose sur des hypothèses de diversification mises à mal par la crise COVID-19

Répartition par notation du stock de dette *corporate* dans l'Espace Economique Européen

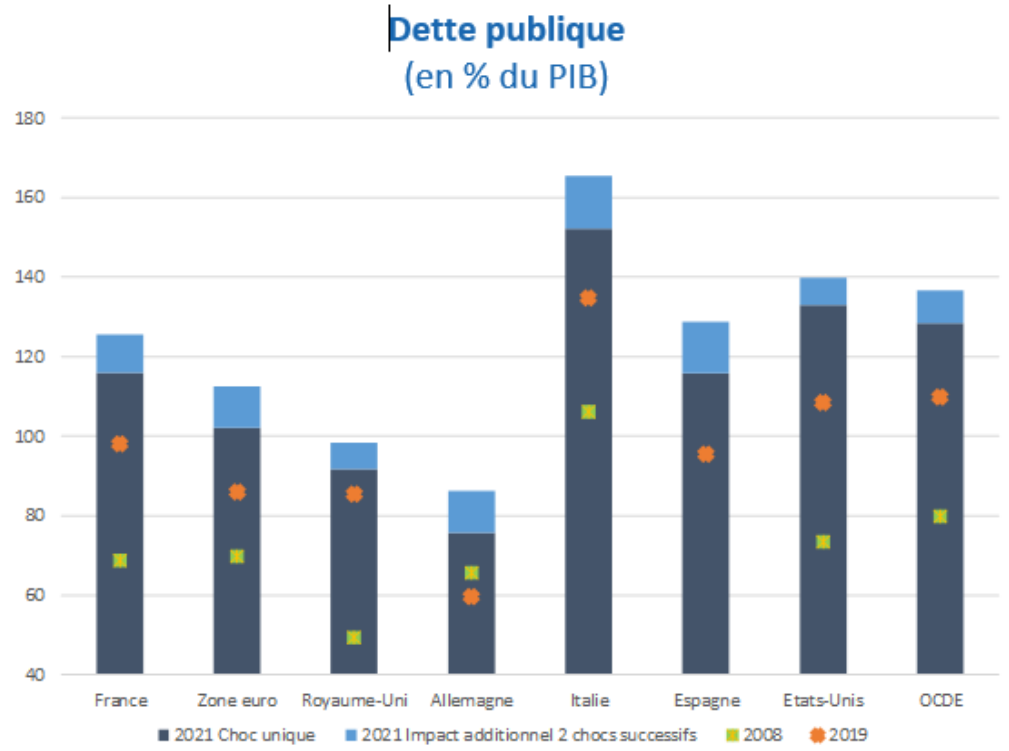


Source : ESMA

L'envolée de la dette publique pose la question de la normalisation

- Des mécanismes de garantie publique qui transformeraient en surendettement public des défauts des emprunteurs
- En zone euro, un changement de paradigme pour le pacte de stabilité et de croissance qui ouvre beaucoup d'incertitudes
- L'Italie, un risque emblématique
- Le soutien apporté par les banques centrales et le projet d'une dette mutualisée (plan de la Commission européenne)

Source : ESMA

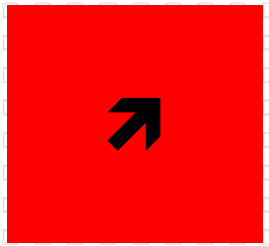


Source : OCDE

BILAN / STABILITE FINANCIERE

Risques très élevés, en hausse

- Déconnexion entre valorisations de marché et activité réelle
- Vague de dégradation de notation d'émetteurs, insolvabilité d'acteurs trop endettés



3. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Les banques européennes sont mieux capitalisées mais leurs perspectives de profitabilité sont médiocres

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
AMF

Une profitabilité déjà faible au départ en Europe

- Marge d'intérêt dégradée (taux bas)
- Baisse des commissions et frais
- Défi de la digitalisation

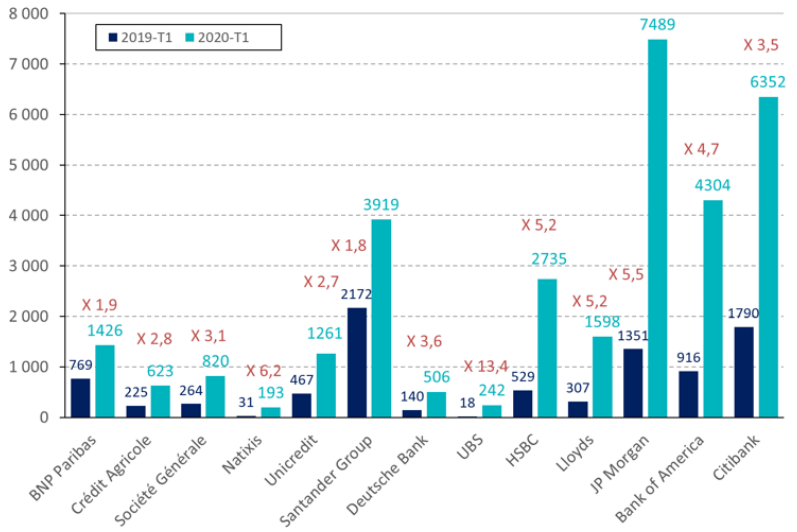
L'effet négatif de la crise

- Pertes sur dérivés
- Marge d'intérêt dégradée dans un contexte de taux encore plus bas
- Vague de prêts non performants

Des ratios *price-to-book* très faibles

- Difficultés à trouver des fonds propres sur les marchés si nécessaire
- Consolidation à venir ?

Coût du risque (provisions pour créances douteuses)
(en millions d'euros)



Source : Sociétés

Ratio cours/actif net (Price to book)
dans le secteur bancaire par pays

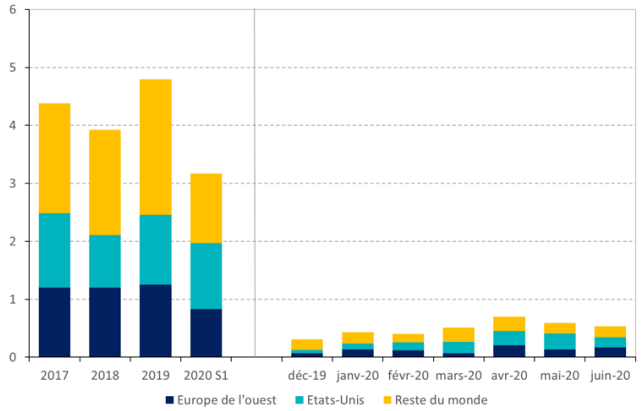
Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation 15/06/2020

La prochaine étape de financement des sociétés non financières requiert des fonds propres

Marchés primaires

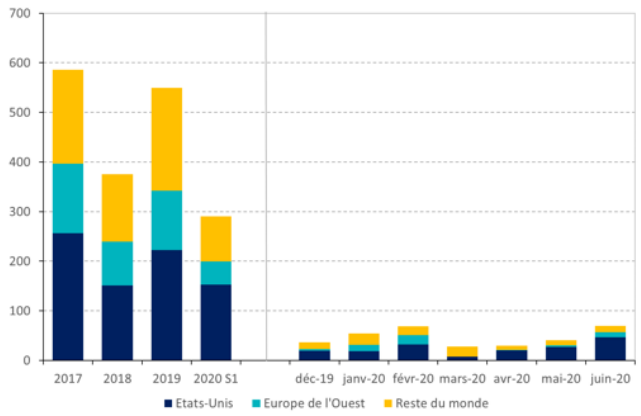
- Obligations : une fermeture temporaire
- Marché du *high yield* européen plus affecté
- Actions : une fermeture plus durable

Émissions obligataires des sociétés : Capitaux levés selon la nationalité de l'émetteur (en billions d'euros)



Source : Bloomberg
Données au 28/06/2020

Émissions obligataires sur le segment *high yield*
(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg
Données au 28/06/2020

Phases de retournement et transition écologique nécessitent des fonds propres et non de la dette

- Les mesures d'urgence ont permis de gérer le risque d'illiquidité durant le confinement par un recours accru à la dette
- La gestion du risque d'insolvabilité et le soutien à l'investissement durant la reprise nécessitent le renforcement des structures financières

Le risque d'entreprises « zombies »

- Sélectivité des opérations nécessaire pour préserver la qualité du tissu économique
- Coût social de l'augmentation des défaillances

L'épargne des ménages, très abondante, part sur des supports inadaptés

Une succession de records pour l'épargne placée en dépôts en France

- 2019 : 73 milliards d'euros
- T1 2020 : + 10 % par rapport au T1 2019 (avec seulement deux semaines de confinement)
- 2020 : + 100 milliards d'euros d'épargne par rapport à la normale (prévision de la Banque de France)

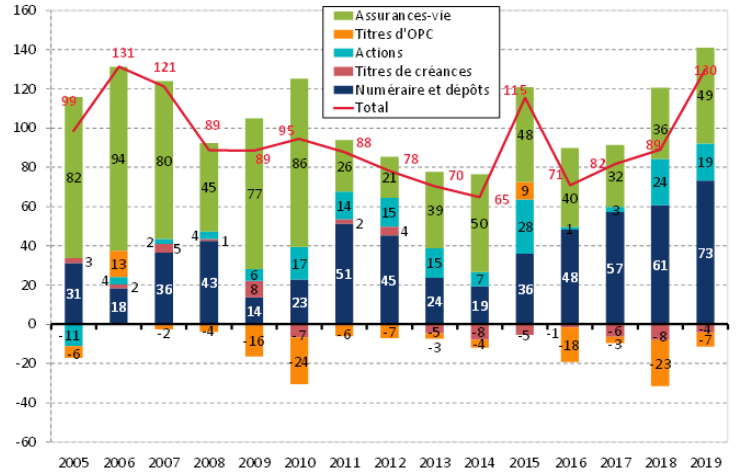
Des entreprises ayant besoin de fonds propres

- Financement du retournement
- Financement de la transition écologique

Les défis de l'orientation de l'épargne des ménages

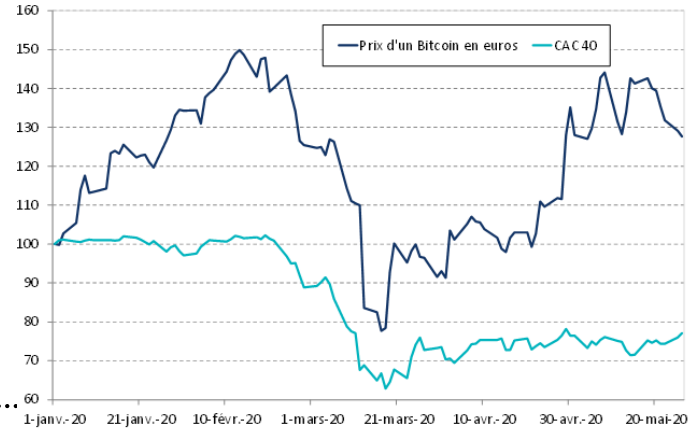
- Manque d'information pour les investisseurs (retrait de la « *guidance* » des sociétés cotées ; essor des financements privés)
- Manque d'intermédiaires (nécessité de mutualiser pour toucher les petites entreprises : fonds bénéficiant d'une garantie publique partielle du capital ?)

Principaux flux de placements financiers nets des ménages*
(flux annuels, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF
(*) Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

Evolution du CAC 40 et du Bitcoin en euros
(base 100 le 1er janvier 2020)

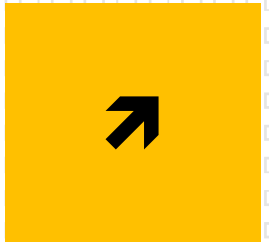


Source : Refinitiv Datastream

BILAN / FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

<u>Risques élevés, en hausse</u>

- Manque de fonds propres pour les sociétés non financières
- Epargne des ménages abondante mais mal orientée
- Risque d'allocation inefficace pour la transition climatique
- Vulnérabilité bancaire (taux bas, prêts non performants, pertes sur marchés dérivés…)



CONCLUSION

Synthèse des risques 2020-2021

	Description des risques	Niveau mi-2019	2019-2020	Niveau mi-2020	Perspectives 2021
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflètant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés Maintien de valorisations élevées malgré la correction de mars 2020, déconnexion entre les anticipations de bénéfices et les perspectives macro-économiques (faillites et dégradations de notation en vue), menace de seconde vague épidémique		→		→
	2. Manque de coordination internationale des politiques Tensions géopolitiques (Brexit, États-Unis - Chine, internes à la zone euro) Environnement non coopératif y compris dans la lutte sanitaire Volte face nationaliste et protectionniste		↗		→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 Récession mondiale et multi secteurs mettant à mal les hypothèses de diversification des titrisations Sensibilité des émetteurs à la récession et risque majeur italien pour la zone euro		→		↗
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résistance à la correction de mars 2020 Soutien des autorités (banques centrales, superviseurs...)		→		→
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress		→		→
	6. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Résistance à la correction de mars 2020 Mais cyber-risques dans un contexte tendu Et Brexit probablement désordonné		↘		→
Financement de l'économie	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Récession entraînant une hausse des prêts non performants, pertes des banques sur leur activité de dérivés Approfondissement du contexte de taux d'intérêt bas ; pression sur les marges Transition numérique		↗		↗
	8. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Limites au financement bancaire, et plus généralement au financement par la dette Difficultés à orienter les investisseurs vers des produits en capital dans la phase de retournement		↗		↗
	9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Poursuite des vagues d'arnaques Contexte COVID19 propice aux fraudes		→		→

Niveau du risque mi-2020

Très élevé	
Élevé	
Significatif	
Faible	

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic