



JUILLET 2020

# CARTOGRAPHIE 2020 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Risques & tendances

[amf-france.org](http://amf-france.org)

AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS



Achévé de rédiger le 30 juin 2020.

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, stabilité financière et risques de l’Autorité des marchés financiers, et rédigée par les personnes citées en dernière page. Elle repose sur l’utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l’exhaustivité et l’exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu’à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l’accord exprès, préalable et écrit de l’AMF.

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n’exprime pas nécessairement la position de l’AMF.

## SOMMAIRE

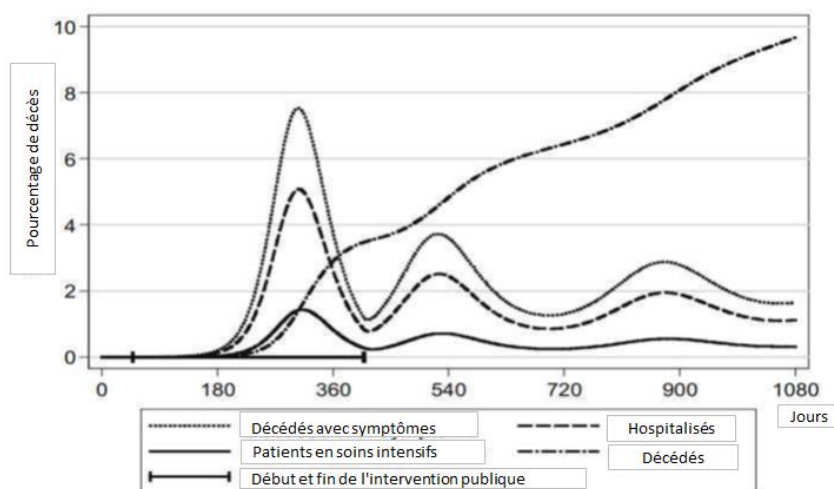
<b>SYNTHÈSE .....</b>	<b>4</b>
<b>CHAPITRE 1 : FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE .....</b>	<b>8</b>
1.1. Les tendances .....	8
1.2. Les risques .....	18
<b>CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS .....</b>	<b>36</b>
2.1. Marchés actions.....	36
2.2. Marchés obligataires .....	44
2.3. Infrastructures de marchés .....	49
2.4. Marchés de dérivés.....	54
<b>CHAPITRE 3 : GESTION D'ACTIFS .....</b>	<b>57</b>
3.1. Les encours de la gestion collective mondiale en forte hausse en 2019 .....	57
3.2. L'actif net de la gestion collective européenne a progressé de 16 % en 2019, soit l'augmentation la plus forte depuis 10 ans .....	59
3.3. Sur le marché français, la gestion sous mandat demeure dynamique et progresse de 7 % en 2019 .....	60
3.4. Focus sur les fonds français : retour sur 2019 et premiers éléments sur la crise de 2020 .....	61
3.5. Résilience opérationnelle et mesures d'urgence : quels outils de gestion de liquidité étaient disponibles pour les fonds français ? .....	75
3.6. Les ETF dans la crise : un marché généralement résilient mais des points de vigilance .....	76
3.7. Finance privée : un enjeu croissant du financement de l'économie par les marchés.....	81
3.8. Quelles grandes tendances révèlent les sociétés de gestion d'actifs au moment de la crise COVID-19 .....	88
<b>CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES .....</b>	<b>95</b>
4.1. La crise de la COVID-19 a déjà exacerbé les tendances observées en 2019 sur l'épargne des ménages : placements sans risque et liquide, etc .....	95
4.2. La baisse des marchés actions et la recherche de rendement pourraient inciter des épargnants à se tourner vers des produits plus risqués .....	97
4.3. Les épargnants souhaitant investir à long terme en actions choisissent-ils bien entre unités de compte et compte-titres ? .....	104
4.4. Quelles conséquences la crise sanitaire peut-elle avoir sur les ménages exposés à l'immobilier ?.....	106
<b>FOCUS - DONNÉES DE MARCHÉ : UN NOUVEL AGENDA RÉGLEMENTAIRE .....</b>	<b>114</b>
<b>LISTE DES ACRONYMES.....</b>	<b>121</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES .....</b>	<b>123</b>
<b>LISTE DES ENCADRÉS .....</b>	<b>126</b>

## SYNTHÈSE

**La crise d'abord sanitaire puis économique vient éprouver la solidité du secteur financier : s'il a bien résisté, c'est en grande partie en raison des interventions massives de soutien des autorités publiques.**

La COVID-19 a en effet engendré un choc macro-économique mondial sans précédent, affectant tant la capacité d'offre que la demande. Ses répercussions sur les marchés financiers ont constitué un choc plus sévère que la plupart des *stress tests* précédemment envisagés et accompagné de difficultés opérationnelles supplémentaires (indisponibilité des lieux de travail, capacités réduites de communication...). L'origine épidémique de la crise participe à la nature inédite de la situation puisque c'est du succès des politiques sanitaires que dépendra *in fine* sa résolution. La chute de l'activité économique et le choc sur le secteur financier en sont les conséquences, contrairement à la crise précédente de 2007-2008 dont l'origine était purement financière. Toute exceptionnelle qu'elle soit, cette situation n'était cependant pas inenvisageable comme le prouve un rapport du parlement allemand de 2012<sup>1</sup>, qui explorait le scénario d'une crise sanitaire étrangement proche de celle que nous connaissons : une vague épidémique majeure avec des politiques publiques d'atténuation épidémique (confinement, etc.) qui ne présentent qu'un effet limité tant qu'aucun vaccin n'est disponible, mais qui engendrent des dommages considérables pour l'économie, l'ordre public et la vie politique. Dans la simulation du parlement allemand, la vague épidémique initiale est suivie pendant trois ans de répliques s'atténuant, conduisant au total au décès de 10 % de la population infectée,

Scénario pandémique simulé par le Parlement allemand en 2012



Source : Bericht zur Risikoanalyse im Bevölkerungsschutz 2012

<sup>1</sup> Le risque de pandémie était traité en 2008 dans le rapport *Global Trends 2025: A Transformed World* de la CIA (<https://fas.org/irp/nic/2025.pdf>). Il figurait en première place dans le rapport de l'OCDE *Future global shocks* en 2011.

Le livre blanc de la défense nationale de 2013 l'indiquait explicitement également ([http://www.livreblancdefenseetsecurite.gouv.fr/pdf/le\\_livre\\_blanc\\_de\\_la\\_defense\\_2013.pdf](http://www.livreblancdefenseetsecurite.gouv.fr/pdf/le_livre_blanc_de_la_defense_2013.pdf)).

Il avait fait l'objet d'une mise en garde de Bill Gates en tant que fondateur de la Fondation Melinda et Bill Gates, lors d'une intervention à une conférence TED en 2015 ([https://www.ted.com/talks/bill\\_gates\\_the\\_next\\_outbreak\\_we\\_re\\_not\\_ready?language=fr](https://www.ted.com/talks/bill_gates_the_next_outbreak_we_re_not_ready?language=fr)).

La résistance du secteur financier s'est manifestée par le bon fonctionnement des plans de contingence et l'absence de matérialisation de risque systémique. Les infrastructures de marché sont ainsi restées ouvertes, accueillant dans une volatilité élevée des volumes records de transactions sur les actions (11 milliards d'euros au maximum en quotidien sur Euronext Paris, le triple du volume habituel) alors que la liquidité était dégradée sur certains marchés de taux. La crise a même favorisé un recours accru aux modes transparents de négociation sur actions, ce qui était l'un des objectifs de MIF2 qui peine encore à être atteint. Les services de post-marché ont également assuré leur rôle : malgré les forts mouvements de prix qui conduisaient à d'importants appels de marge, ces derniers ont été honorés et les chambres de compensation n'ont pas rencontré de difficulté majeure.

Les fonds d'investissement ont de leur côté fait face à des demandes de rachats parfois très élevées, et les outils de gestion de liquidité qui sont tous disponibles en France ont montré leur utilité. Les fonds jugés vulnérables dans les simulations de stress réalisées par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) ou le Comité européen du risque systémique (ESRB) n'ont ainsi pas été confrontés aux difficultés craintes. La procyclicité des investisseurs ne s'est pas manifestée non plus pour les fonds de droit français ; les fonds actions, malgré une forte baisse de valeur, ont ainsi vu des souscriptions nettes (+ 2 milliards d'euros environ en mars 2020 alors que le CAC40 baissait de 19 %) tandis que 150 000 particuliers sont entrés pour la première fois sur les marchés actions dans la même période.

Les principales difficultés se sont en fait manifestées sur le segment des instruments monétaires où le marché s'est gelé, posant le problème de la valorisation des fonds monétaires au moment même où ces derniers faisaient face à des demandes de rachats importantes : 50 milliards d'euros environ pour les fonds français soit autant que lors de la crise de 2007 mais en deux semaines seulement (c'était deux trimestres en 2007). Les sociétés non financières ont participé à ce mouvement de sortie pour couvrir leurs besoins de trésorerie et sans doute également avec une préférence pour les dépôts bancaires jugés plus sûrs dans cette période de crise. Cette ruée pour la liquidité la plus sûre (*dash for cash*) explique que tous les actifs, l'or inclus, aient vu leur valeur baisser au plus fort de la crise. La re-corrélation de ces prix d'actifs en cas de choc majeur illustre les limites des bénéfices de la diversification. L'intervention des banques centrales a finalement permis de restaurer le fonctionnement du marché des instruments monétaires, où les émissions ont pu reprendre en même temps que les transactions. Alors que les souscriptions sont redevenues positives sur les fonds monétaires français, ceux-ci ont significativement accru, par prudence, la part de leurs actifs les plus courts et les plus liquides.

**Mais les profonds déséquilibres financiers déjà présents au moment du choc sont accentués par la crise de la COVID-19 : risque de correction des marchés, excès d'endettement, tensions politiques ou Brexit désordonné demeurent les principales vulnérabilités.**

La COVID-19 a d'abord servi de déclencheur pour le risque majeur identifié dans notre précédente cartographie : la correction des marchés, qui s'est concrétisée en grande partie. Mais les valorisations peuvent continuer à sembler élevées au regard des fondamentaux, les prix de marché semblant intégrer des scénarios très optimistes sur un retour à la normale alors que la menace de prochaines vagues épidémiques perdure et que des pans entiers de l'économie vont avoir du mal à redémarrer. Les anticipations de bénéfices des sociétés cotées paraissent ainsi déconnectées des perspectives macro-économiques, beaucoup plus sombres. Cette déconnexion entre les sphères financière et réelle de l'économie est inquiétante. Les titrisations et la finance à effet de levier (*Collateralized Loan Obligations* - CLOs) devraient faire face à la corrélation des risques entre pays et secteurs dans l'environnement inouï créé par la COVID-19, d'où des pertes qui ne sont pas encore toutes perçues dans les prix de marché. Enfin les pays émergents pourraient initier eux aussi une vague de correction tant plusieurs d'entre eux (en Amérique latine, par exemple) sont dans la tourmente et sans grande capacité de réaction : crise sanitaire plus violente compte tenu de leur système de soins, effondrement du tourisme, rupture des chaînes mondiales de production pénalisant leur industrie, baisse du prix des matières premières, sorties de capitaux, etc.

Le deuxième risque que nous avons mis en avant l'an dernier, les excès de dette, se trouve quant à lui exacerbé par le nouveau contexte COVID-19. Les entreprises françaises du secteur non financier sont rentrées dans la crise COVID-19 avec des niveaux d'endettement brut élevés qui vont s'accroître très significativement du fait de la chute de leurs revenus. Le risque d'insolvabilité constitue une vulnérabilité plus générale au niveau mondial, et la sinistralité devrait s'accroître significativement sur le marché du crédit, comme le signalent les agences de

notation. Ce phénomène ne semble pas non plus pleinement intégré dans les prix des actifs. Plusieurs centaines de milliards d'euros d'obligations pourraient ainsi passer de la catégorie *investment grade* à *high yield (fallen angels)*<sup>2</sup>. Alors que des centaines de milliers de petites entreprises ont bénéficié du report des charges fiscales et sociales et de Prêts Garantis par l'État (PGE), la solvabilité de nombre d'entre elles apparaît compromise, avec un effet sur l'emploi et sur le climat social qui serait fort si les faillites se multipliaient. L'impact de la crise sur les États va aussi propulser les ratios d'endettement public à des niveaux jamais atteints entraînant un changement de paradigme pour les critères du pacte de stabilité et de croissance, le cas de l'Italie constituant pour la zone euro un risque emblématique.

Ces derniers mois ont montré les difficultés des États à assurer leurs fonctions de façon coordonnée ; leur dépendance à des fournisseurs étrangers pour des produits de première nécessité ; l'abandon rapide de la collaboration internationale au profit de politiques ni coopératives ni coordonnées ; l'hétérogénéité des réponses apportées par les pays qu'il s'agisse du domaine sanitaire (lutte contre le virus, fermeture des frontières...) ou des réponses économiques et financières (restrictions ou non au versement des dividendes, interdiction ou non des ventes à découvert, ...) ; le renoncement à la liberté de circulation. La mondialisation est remise en cause, et les questions d'indépendance nationale se retrouvent placées au premier rang. Après la chute des cours, les niveaux de valorisation de certaines entreprises les rendent par ailleurs vulnérables à des rachats hostiles, risque contre lequel les gouvernements ont pris des mesures de protection. Enfin, dans cet environnement peu coopératif, les cyber-risques apparaissent aussi très élevés, le développement du travail à distance et le recours aux systèmes d'information s'étant effectué sans que les infrastructures aient été conçues dans ce but.

**La forte augmentation de l'endettement des entreprises qui a permis de soutenir l'économie doit désormais trouver un relais afin d'assurer le financement de la relance. Le financement peu différencié par de la dette à coût globalement très bas doit céder la place à un financement plus équilibré avec des fonds propres, rémunérant le risque et le temps.**

La COVID-19 a donc fait remonter un risque jusqu'ici situé à un niveau très bas dans notre cartographie : celui du financement de l'économie. Les banques, qui jouent un rôle majeur dans ce financement en Europe, bénéficient certes d'une solvabilité renforcée mais elles entrent dans la crise avec une rentabilité très faible qui pourrait se dégrader dans la crise. Leur ratio *price-to-book* se situe ainsi à des niveaux rendant très difficile la levée de capital sur le marché : la capitalisation boursière représente en moyenne la moitié de l'actif net (ce ratio était tombé entre 0,2 et 0,4 selon les banques fin mars-début avril) et la capitalisation boursière de Deutsche Bank se situe actuellement à un quart de celle de Zoom. Une période propice à des opérations de fusions transfrontières de banques pourrait s'ouvrir.

Au-delà, c'est le recours excessif à la dette, bancaire ou de marché, qui porte en soi aussi une vulnérabilité majeure à moyen terme. Faiblement discriminant entre les risques, comme le traduisaient des *spreads* bas, le financement de l'économie a reposé avant la crise et encore plus depuis le début de la crise sur un recours accru à la dette, avec des mesures de soutien indifférenciées, ce qui est légitime dans l'urgence. Il faudra pourtant passer à un modèle de financement reposant sur les fonds propres, les seuls à même d'absorber les chocs restant à venir, capable de distinguer selon les entreprises afin d'orienter efficacement les investissements.

La recapitalisation sélective de l'économie, qui n'abandonne pas la lutte contre le changement climatique, pose alors un triple défi.

Défi de l'information fournie aux investisseurs d'abord, dans un contexte inédit où valoriser des actifs est une gageure compte tenu du manque de visibilité sur l'avenir, à court terme comme à moyen terme (problème de l'information permanente fournie par les entreprises cotées). Alors que la finance privée a pris un poids important et conserve d'importantes liquidités à placer, les marchés ouverts peuvent-ils prendre un rôle dans l'allocation des investissements en transmettant cette information dans les prix d'actifs ?

---

<sup>2</sup> Les anges déchus (*fallen angels*) sont des sociétés dont la notation de crédit, initialement classée en catégorie investissement a été dégradée en catégorie spéculative

Défi de l'orientation de l'épargne vers les capitaux propres ensuite, alors que les placements sans risque des ménages connaissent de nouveaux records avec 70 milliards environ placés en monnaie et dépôts en France en 2019, un chiffre qui pourrait approcher les 100 milliards d'euros en 2020 après l'épargne forcée induite par la COVID-19.

Défi de la concurrence avec le financement des administrations publiques enfin, aucune voie de sortie n'apparaissant facile pour ces dernières entre une consolidation budgétaire, qui serait facilitée par une croissance retrouvée et une inflation qui ne se décréte pas. Celle-ci pourrait être poussée à la hausse par le choc d'offre négatif dû à la COVID-19, par les coûts de production accrus du fait des mesures de protection sanitaire et par le retour à des productions nationales plutôt que délocalisées. Mais le choc négatif de demande et la chute du prix du pétrole jouent en sens inverse, renforçant l'incertitude sur la trajectoire d'inflation.

	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 reflétant 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	Très élevé	→	Très élevé	→
	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	Élevé	↗	Très élevé	→
	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	Très élevé	→	Très élevé	↗
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...)	Significatif	→	Significatif	→
	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	Significatif	→	Significatif	→
	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	Élevé	↘	Significatif	→
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	Significatif	↗	Élevé	↗
	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	Significatif	↗	Significatif	↗
	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	Significatif	→	Significatif	→

Niveau du risque mi-2020

Très élevé	Très élevé
Élevé	Élevé
Significatif	Significatif
Faible	Faible

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

Variation du risque depuis 2019 ou perspectives 2021

En baisse	↘
Stable	→
En hausse	↗

## CHAPITRE 1 : FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE

La COVID-19 a constitué au niveau mondial un choc macro-économique majeur et de nature inédite, du fait de son origine sanitaire et de la paralysie des capacités à la fois d'offre et de demande qu'elle a engendrée durant la période de confinement. Ce choc a eu pour conséquence immédiate une brutale correction boursière, reflétant un mouvement de fuite vers la liquidité et la détérioration des perspectives économiques, ainsi qu'un arrêt brutal des émissions de titres sur les marchés d'actions et obligataires. Face à l'ampleur de la dégradation de l'environnement macro-financier, les autorités publiques ont en urgence pris des mesures afin de préserver la liquidité des agents économiques et de limiter l'impact de la crise. Cette réaction, massive et rapide, a permis une stabilisation puis un rebond des valorisations et de l'activité sur les marchés financiers, néanmoins variable selon les zones géographiques, les secteurs et les segments de marchés. Cette stabilisation reste par ailleurs fragile, compte tenu des incertitudes entourant l'évolution de la situation sanitaire, l'impact réel de la crise sur les acteurs économiques et l'intensité de la reprise. De fait, les valorisations boursières semblent -au mois de juin 2020 où ce document arrête son analyse- se situer à des niveaux de nouveau élevés au regard des fondamentaux, signe d'une possible déconnexion entre les sphères réelle et financière de l'économie. Les entreprises fragilisées par la crise et dont la valeur boursière demeure très dépréciée, pourraient quant à elles, dans un futur proche, faire l'objet de rachats à bon compte par des sociétés de pays tiers, ce qui serait porteur de risque en termes de souveraineté dans certains secteurs stratégiques.

La crise économique a déjà eu comme première conséquence d'accroître les excès de dette déjà identifiés avant son déclenchement comme sources de vulnérabilités au niveau mondial. Les sociétés non financières sont en particulier entrées dans la crise avec des niveaux d'endettement brut élevés et le risque d'insolvabilité constitue une vulnérabilité majeure pour l'économie mondiale. Outre l'impact social, sa matérialisation aurait des conséquences dramatiques pour les États, dont les finances sont déjà, dans certains pays émergents mais également développés, très dégradées avec des marges budgétaires limitées.

La fragilisation des agents non financiers contribue également à accroître le risque de contagion de la sphère réelle à la sphère bancaire. Plus solides que lors de la crise de 2007-2008, dont elles avaient été à l'origine, les banques sont aujourd'hui très sollicitées par les pouvoirs publics pour participer au soutien de l'économie. Malgré les assouplissements autorisés par les autorités de supervision en matière de fonds propres prudentiels, ces derniers pourraient s'avérer insuffisants pour certaines banques européennes en cas de forte hausse des prêts non performants. La matérialisation d'un tel risque obérerait leur capacité à poursuivre leur soutien au financement des entreprises, participant ainsi à l'aggravation de la récession.

### 1.1. LES TENDANCES

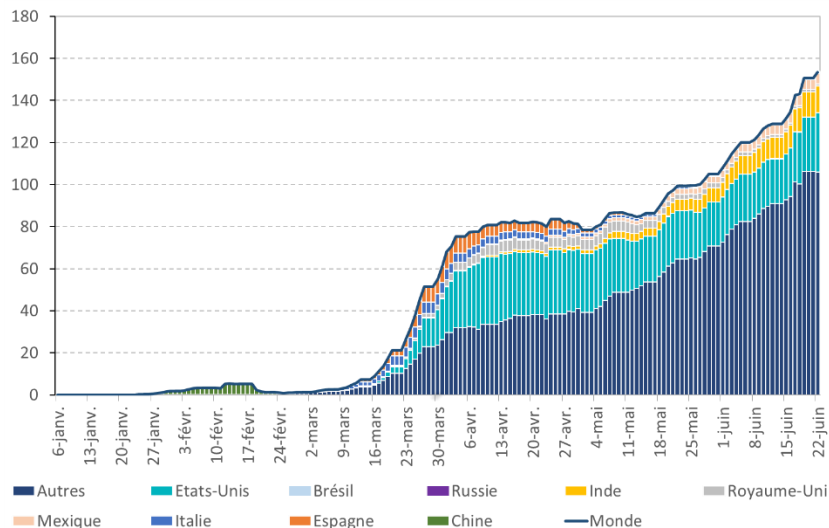
#### 1.1.1. Une récession mondiale dont l'ampleur et la durée restent suspendues à l'évolution de la crise sanitaire, à l'origine du choc initial

- De la crise sanitaire à la crise économique

Apparue à la fin de l'année 2019, la maladie à coronavirus 2019 ou COVID-19 s'est propagée de manière extrêmement rapide à l'ensemble de la planète en mars 2020 (Graphique 1), conduisant un grand nombre de pays à adopter des mesures strictes de confinement afin d'endiguer l'épidémie. En mars, celles-ci concernaient près de 3,5 milliards de personnes, soit plus de 40 % de la population mondiale.



**Graphique 1 : Nouveaux cas quotidiens liés à la COVID-19 au niveau mondial**  
(en milliers, moyenne mobile sur une semaine)



Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 22/06/2020

Dès lors, la crise sanitaire s'est muée en crise économique majeure, résultat d'un choc d'offre (avec la chute des capacités de production) et de demande (du fait de la limitation de la consommation de biens non essentiels et des baisses de revenus). En France, la perte d'activité durant les deux mois de confinement a ainsi été estimée par l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) à 35 %. Le choc s'est avéré d'autant plus violent que dans le même temps et alors que la demande était au plus bas, l'échec des négociations sur un relèvement des quotas de production par les pays de l'OPEP s'est traduit par un effondrement des cours du pétrole, venant pénaliser en premier lieu les producteurs dont les coûts de production sont les plus élevés, à l'image des producteurs de pétrole de schiste américain. Selon l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)<sup>3</sup>, l'économie française pourrait ainsi se replier de 11,5 % en 2020, sous l'hypothèse d'un reflux de l'épidémie au second semestre, voire de plus de 14 % en présence d'une seconde vague de contaminations. Au niveau mondial, l'ampleur de la récession pourrait atteindre 6 % dans le scénario le plus favorable, ces prévisions restant soumises à un important aléa. Illustrations de l'assombrissement soudain de l'environnement économique, les enquêtes de conjoncture montrent un effondrement des prévisions de croissance au printemps. Fait notable ici, la détérioration des indicateurs économiques est particulièrement marquée dans le secteur des services alors que ces derniers jouent traditionnellement un rôle de stabilisateur au moment des crises (Graphique 2). Pour autant, au printemps, la détérioration du climat conjoncturel ne semblait que partiellement intégrée dans les prévisions de bénéfices des sociétés cotées qui, étaient certes revues à la baisse, mais dans une mesure moindre que lors de la crise financière de 2008 (Graphique 3).

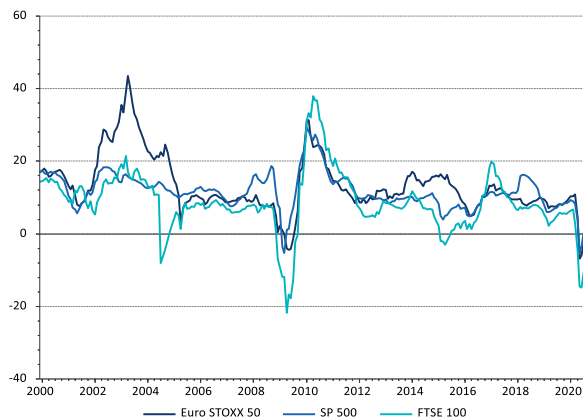
<sup>3</sup> OCDE Economic Outlook, Juin 2020.

**Graphique 2 : Indices de confiance de la zone euro**



Source : Commission européenne  
Dernière observation : Mai 2020

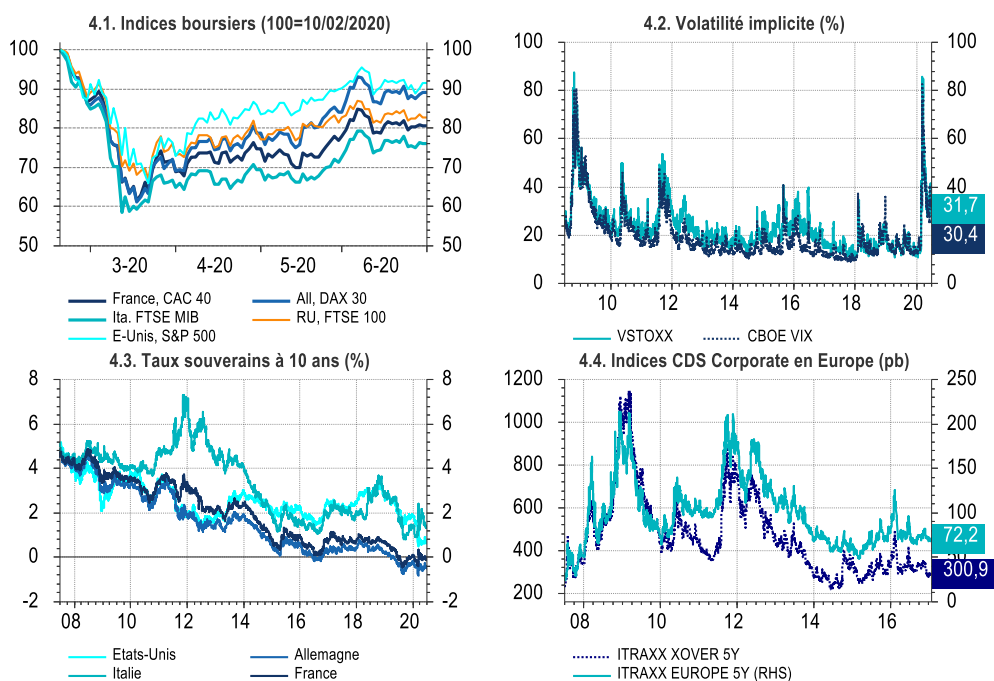
**Graphique 3 : Prévion de croissance des bénéfices pour les douze prochains mois**



Source : Refinitiv Eikon

La dégradation de l'environnement et des perspectives économiques a eu pour conséquence immédiate une brutale correction boursière, reflétant un mouvement de fuite vers la liquidité : entre le 19 février et la mi-mars 2020, les principaux indices boursiers dans le monde ont cédé entre 35 et 40 % tandis que la volatilité implicite atteignait des niveaux comparables à ceux prévalant durant la crise financière de 2008 (Graphiques 4.1 et 4.2). Dans le même temps, la perception du risque de crédit et les conditions de financement sur les marchés obligataires se sont dégradées et ce, quel que soit le niveau de notation, mais dans des proportions moindres que lors de la grande crise financière ou celle des dettes souveraines européennes. S'agissant des marchés souverains, certains pays jugés plus fragiles en Europe, tels que l'Italie, ont été plus particulièrement touchés (Graphiques 4.3 et 4.4).

**Graphique 4 : Indicateurs boursiers**



Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 29/06/2020

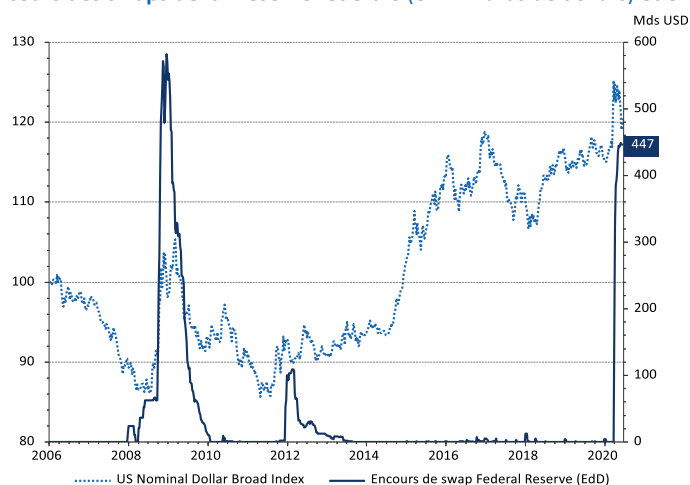
Ces évolutions se sont accompagnées d'une forte augmentation de la demande de liquidités en dollar de la part d'institutions financières confrontées notamment à des retraits massifs de fonds monétaires<sup>4</sup>, d'agents économiques endettés en dollars pour faire face à leurs échéances de remboursement de court terme<sup>5</sup>, ainsi que d'agents non-résidents souhaitant convertir leurs actifs en dollar, considéré comme une valeur refuge. L'augmentation brutale de la demande de billet vert s'est ainsi traduite par une forte appréciation de la monnaie américaine (Graphique 5).

□ Des mesures d'urgence massives en soutien à la liquidité

Face à l'ampleur de la crise, les banques centrales ont très rapidement - à partir de la mi-mars -, mis en place des mesures de soutien massif visant à préserver la liquidité des agents non financiers (États, ménages et entreprises). Celles-ci recouvrent notamment :

- des baisses des taux d'intérêt directeurs pour celles qui, à l'image de la Fed ou de la Banque d'Angleterre, disposaient d'une marge de manœuvre avant le déclenchement de la crise (Graphique 6) ;
- des décisions destinées à garantir aux banques l'accès à la liquidité<sup>6</sup> tout en les encourageant, par le biais de leurs opérations de refinancement, à l'octroi de crédit, en particulier à destination des PME, à l'image de la *Paycheck Protection Program Liquidity Facility* (PPPLF) aux États-Unis. La Banque centrale européenne (BCE) a pour sa part procédé à un assouplissement très significatif des règles sur les montants, conditions de financement et collatéral accepté en garantie (périmètre<sup>7</sup> et décotes qui lui sont appliquées<sup>8</sup>) des prêts accordés et a prévu sept opérations de refinancement supplémentaires conduites d'ici septembre 2021 dans le cadre d'un nouveau programme (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*, PELTRO). Enfin, pour éviter l'assèchement de la liquidité internationale en dollars, la Réserve fédérale américaine a conclu un accord de *swaps* avec les banques centrales de neuf pays tiers<sup>9</sup>, venant s'ajouter aux accords déjà existants signés avec ses principaux homologues lors de la crise de 2007 (Graphique 5).

**Graphique 5: Encours des swaps de la Réserve fédérale (en milliards de dollars) et évolution du dollar**



Source : Federal reserve, Refinitiv Datastream

<sup>4</sup> Voir Chapitre 3 p. 67.

<sup>5</sup> Voir Chapitre 2 p. 49.

<sup>6</sup> Notamment les accords de swap dollars conclus entre la Réserve fédérale et d'autres banques centrales.

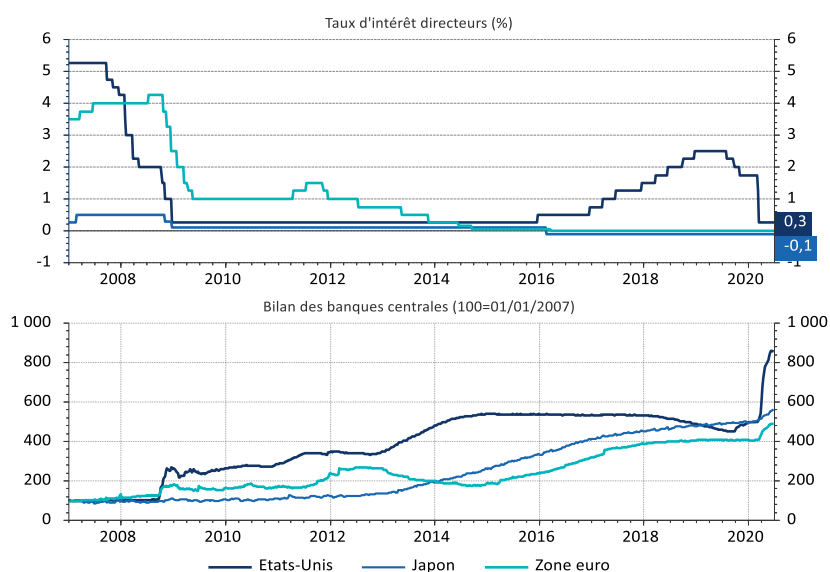
<sup>7</sup> Ainsi, le taux d'intérêt appliqué aux nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO III) entre le 24 juin 2020 au 23 juin 2021 a été abaissé de 25 bp et pourra donc aller jusqu'à 25 bp en deçà du taux de la facilité de dépôts, soit -0,75 % (en fonction du volume des prêts octroyés) et le total maximal emprunté est porté de 30 % à 50 % de l'encours de prêts éligibles.

<sup>8</sup> Ainsi, les décotes appliquées par la BCE à l'ensemble du collatéral éligible ont été abaissées de 20 % à compter du 20 avril 2020.

<sup>9</sup> Brésil, Mexique, Australie, Nouvelle-Zélande, Danemark, Corée du Sud, Norvège, Danemark, Suède et Singapour.

- des mesures visant à faciliter les levées de capitaux sur les marchés par la mise en place de nouveaux programmes d'achats d'actifs et l'extension de programmes existants. Ainsi, après l'annonce jugée décevante de l'augmentation de 120 milliards d'euros des rachats de titres *corporate* effectués dans le cadre de son programme de rachat APP (*Asset Purchase Programme*), la BCE a lancé le *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). D'un montant initial de 750 milliards d'euros d'actifs pour l'année 2020, le PEPP a été augmenté de 600 milliards d'euros début juin (soit une enveloppe totale de 1350 milliards d'euros) et prolongé jusqu'en 2021, la BCE précisant alors son intention de conserver les dettes au moins jusqu'à fin 2022. Dans le cadre du PEPP, les limites traditionnelles de montants par pays selon la clé de répartition ont été levées afin que la BCE puisse concentrer son soutien sur les pays les plus en difficulté et les titres émis par le gouvernement grec sont éligibles<sup>10</sup>. Pour sa part, la *Federal Reserve* a réactivé ses précédents programmes d'achats d'actifs sans limites de montant<sup>11</sup>, dont ceux qui concernent les entreprises (*Primary and Secondary Market Corporate Credit Facility*). Des mesures particulières ont, par ailleurs, été annoncées sur des populations ou segments de marché spécifiques. Ainsi, le segment du papier commercial est désormais éligible au programme d'achat de titres de la BCE, tandis que la Réserve fédérale a pour sa part réactivé le programme qui leur est dédié (*Commercial Paper Funding Facility*, CPFF)<sup>12</sup> ;
- L'assouplissement de règles micro et macro prudentielles, comme les règles sur les fonds propres et les ratios de liquidité des banques<sup>13</sup>.

Graphique 6 : Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales



Source : BCE, BOJ, Fed  
Dernière observation : 08/06/2020

<sup>10</sup> Contrairement aux rachats effectués dans le cadre de l'APP, du fait de la notation de la Grèce en catégorie High Yield. Voir le détail des caractéristiques du PEPP au Chapitre 2, Encadré 3 p.47.

<sup>11</sup> Comme en 2008, les rachats se feront avec l'appui des gérants d'actifs américains tels Pimco ou Blackrock.

<sup>12</sup> Voir Chapitre 2.

<sup>13</sup> Par ailleurs, les obligations relatives aux coussins contra-cycliques ont été supprimées dans plusieurs pays européens. Dans le cas de la France, ce coussin aurait dû être relevé à 0,5 % des actifs pondérés du risque, à partir d'avril 2020 mais a été ramené à zéro par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF).

Fait notable, les principales banques centrales ont entrepris de limiter les effets potentiellement procycliques des dégradations de notes par les agences de notation sur le financement des entreprises. Les anges déchus<sup>14</sup> (*fallen angels*) ont ainsi été rendus éligibles aux programmes d'achats de la Réserve Fédérale américaine (tout comme les ETF investis en dette spéculative) et peuvent désormais continuer d'être utilisés comme collatéral lors des opérations de refinancement de la BCE pour peu qu'ils soient notés BB/Ba et aient été encore classés en catégorie investissement avant le 7 avril 2020 (contre le 23 mars 2020 dans le cas de la Fed). D'une manière plus générale, il convient toutefois de préciser que la dépendance réglementaire des acteurs financiers aux notations externes a diminué depuis la crise de 2007-2008, notamment dans le secteur de la gestion d'actifs, limitant par là même les risques déstabilisateurs des changements de notation (Encadré 1).

#### Encadré 1 : La dépendance réglementaire des acteurs financiers aux notations externes : un état des lieux en Europe

Suite à la grande crise financière de 2007-2008, le Conseil de stabilité financière avait appelé en octobre 2010 à une réduction à l'échelle internationale de la dépendance des acteurs financiers aux notations externes, y compris au niveau réglementaire, afin de limiter les effets procycliques des actions des agences de notation de crédit, potentiellement dommageables pour la stabilité financière<sup>15</sup>. Aux États-Unis, toute référence aux notations a ainsi été supprimée dans la réglementation financière dans le cadre du *Dodd Franck Act*. En Europe, cette dépendance a été atténuée, sans toutefois disparaître totalement.

Dans le secteur de la gestion d'actifs, les gérants ont aujourd'hui interdiction de faire reposer leur évaluation de la qualité des actifs des fonds uniquement sur les notations externes de crédit et la réglementation n'impose aucune obligation de vendre des actifs ayant fait l'objet d'une dégradation. En cas de dégradation de note par une agence de notation, la société de gestion peut ainsi considérer, lors de son évaluation interne de la qualité de crédit que, conformément à sa méthodologie, l'actif bénéficie toujours d'une qualité de crédit positive. Ce processus interne d'évaluation du risque de crédit doit être mené de manière autonome : la personne responsable d'attribuer en interne les notes de crédit ne peut être la personne gérant le portefeuille ni la personne responsable de cette gestion.

En revanche, les banques européennes restent amenées à utiliser les notations externes de crédit pour le calcul de leurs exigences en fonds propres relatives aux risques de crédit lorsqu'elles adoptent les approches standards. Elles auront toutefois bientôt l'obligation, dans le cadre de Bâle III, de ne pas intégrer les changements de notations externes de manière mécanique, uniquement en cas d'amélioration de la notation. Pour les banques choisissant de recourir à des modèles internes, la référence aux notations externes reste possible, à condition qu'elle ne soit pas exclusive. Par ailleurs, le plancher de capital (« *output floor* »), conçu pour limiter les économies de fonds propres induites par l'utilisation de modèles internes, sera défini dans le cadre de Bâle III par référence aux approches standards, et donc aux notations de crédit<sup>16</sup>.

Les sociétés d'assurance utilisent également les notations externes pour le calcul de leur exigence en capital liée au risque de *spread* et de contrepartie selon la formule standard de Solvabilité II. Dans le cas de l'utilisation des modèles internes, la dépendance aux notations externes est atténuée par le recours des assureurs à leur propre système de notation.

De leur côté, les gouvernements ont également pris des mesures budgétaires et fiscales de soutien aux entreprises et aux ménages. Ces aides peuvent prendre la forme de dépenses directes, telles que le financement du chômage partiel, d'abandon ou de reports de paiements d'impôts et cotisations, de moratoires sur les loyers, ainsi que des prêts garantis. Les secteurs particulièrement touchés par la crise (aéronautique, automobile, restauration...) ont également pu bénéficier de plans de soutien spécifiques, incluant des prises de participation des États dans le capital de sociétés en difficulté.

Dans un grand nombre de pays, les dettes garanties constituent la plus grande part de l'aide apportée. Elles n'ont pas d'impact à court terme sur les finances publiques, tant que les emprunteurs qui en bénéficient ne font pas défaut. Si l'on se limite aux dépenses effectives engagées, l'effort budgétaire s'avère très variable entre les pays, soit à fin mai 2020, entre 1,4 % du PIB pour la Belgique et environ 9 % aux États-Unis, voire plus comme en Allemagne, contre 3,4 % en Italie et 4,4 % en France, selon l'institut Bruegel (Graphique 7). Si l'on intègre les reports de charges, les aides apportées apparaissent beaucoup plus conséquentes en Europe, de l'ordre de 13 % du PIB en France, 16 % en Italie, voire 20 % en Allemagne.

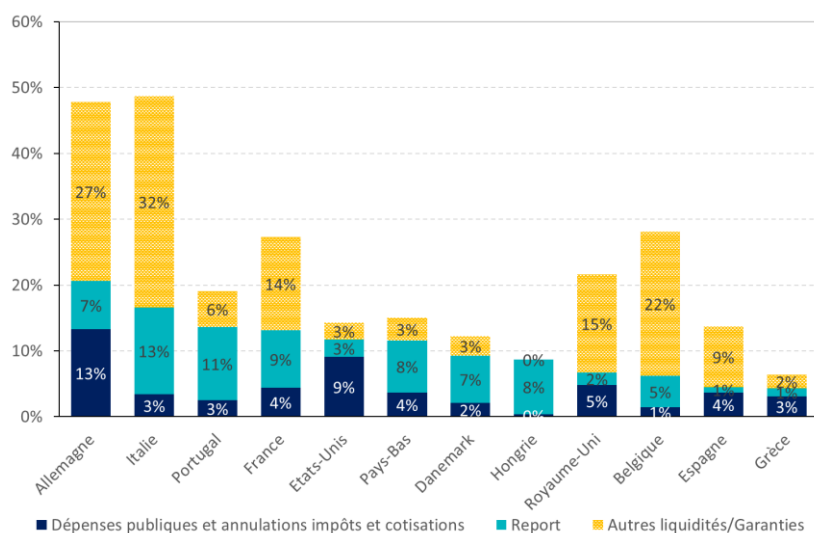
<sup>14</sup> Les anges déchus sont des sociétés dont la notation de crédit, initialement classée en catégorie investissement a été dégradée en catégorie spéculative.

<sup>15</sup> FSB (2010): "[Principles for reducing reliance on CRA ratings](#)".

<sup>16</sup> À terme, le niveau des fonds propres réglementaires ne pourra pas être inférieur à 72,5 % des actifs pondérés calculés à l'aide des approches standards.

D'une manière générale, il convient de noter que les dispositifs d'urgence visent en première intention à couvrir les besoins de liquidités des entreprises (et non à soutenir leur solvabilité), la plupart des mesures se traduisant par ailleurs par un surcroît d'endettement ou à un report de créances et non à leur annulation, bien qu'une partie d'entre elles ne sera probablement jamais remboursée.

**Graphique 7 : Réponses budgétaires et fiscales à la crise COVID-19\***  
(% PIB 2019)\*



Source : Bruegel  
\* Au 25 mai 2020

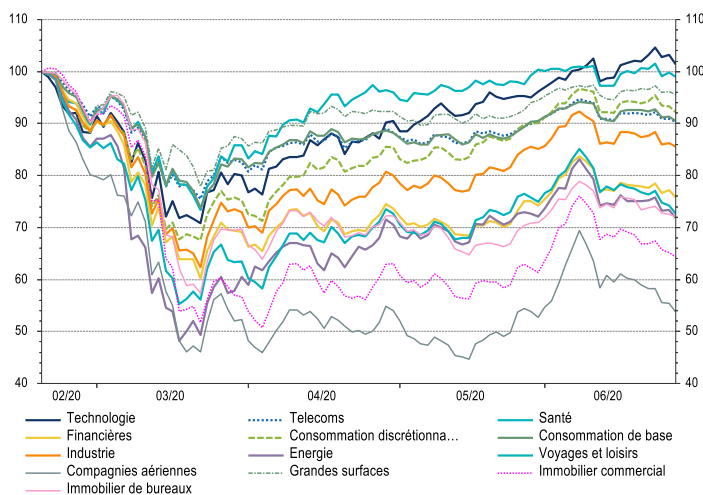
Afin de faciliter le financement de ces dispositifs, plusieurs mesures ont été adoptées en mars 2020 au niveau européen. En particulier, les États de la zone euro ont été autorisés à solliciter le mécanisme européen de stabilité (MES), pour un montant pouvant aller jusqu'à 2 % du PIB (soit 240 milliards d'euros au total), sans conditionnalité<sup>17</sup>. Mis en place après la crise de 2008 et financé par les budgets des États membres, le MES permet aux États d'emprunter sur 10 ans au taux d'intérêt le plus faible prévalant dans la zone euro mais le recours à ce dispositif reste incertain. Cette mesure s'ajoute aux 200 milliards d'euros de prêts de la Banque européenne d'investissement et des 100 milliards d'euros octroyés par la Commission européenne pour financer le chômage partiel en Europe. Par ailleurs, les États bénéficieront de la clause dérogatoire générale aux critères de convergence qui fixe les règles budgétaires prévues dans le pacte de stabilité et de croissance (limite de 3 % du PIB pour le déficit public et de 60 % du PIB pour la dette publique). Cette décision, inédite depuis l'introduction de cette clause en 2011, ne serait cependant appliquée que de manière temporaire. Or les prévisions de dette et de déficit publics pour la zone euro, qui devraient avoisiner, selon le Fonds monétaire international (FMI), respectivement 105 % et 12 % en 2020, suggèrent une situation durablement dégradée<sup>18</sup>.

La réaction massive des pouvoirs publics a permis une stabilisation sur les marchés financiers. Après avoir enregistré un pic à la mi-mars à 280 points de base (bp), l'écart entre les taux souverains italiens et allemands avoisinait ainsi à la mi-juin 2020 190 bp, contre 130 fin janvier. Sur les marchés boursiers, un rebond a également été enregistré, en particulier aux États-Unis, mais la volatilité quotidienne reste forte, témoignant d'une situation loin d'être normalisée. Face à la forte incertitude entourant l'évolution de la pandémie et les conditions de reprise de l'activité, celle-ci demeure en effet fragile. De fait, bien que la dépréciation des actifs ait affecté l'ensemble des valeurs, l'ampleur de la correction varie selon les pays et les secteurs. Ainsi, les activités essentielles ou de santé ainsi que les valeurs technologiques sont faiblement affectées contrairement à d'autres secteurs tels que ceux du transport des voyageurs, du tourisme, de l'hôtellerie et de la restauration, ou encore du divertissement, pour lesquels la reprise est incertaine et plus lointaine (Graphique 8).

<sup>17</sup> Pandemic Crisis Support.

<sup>18</sup> FMI (2020) : « Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale », juin.

**Graphique 8 : Évolutions boursières par secteur au niveau mondial**  
(10/02/2020 = 100)



Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 28/06/2020

□ Des reports et annulations de dividendes, principalement en Europe

La crise a conduit les entreprises à reconsidérer leur politique de distribution. En Europe, un certain nombre d'autorités (BCE, Autorité bancaire européenne, Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, Comité européen du risque systémique notamment) ont demandé aux institutions financières placées sous leur supervision de renoncer au versement de dividendes et aux rachats d'actions, au moins jusqu'en octobre 2020 pour la BCE<sup>19</sup>, voire 2021 dans le cas de l'ESRB<sup>20</sup>. À ces contraintes applicables dans le secteur financier au niveau européen s'ajoute, dans le cas de la France, celle exprimée par le gouvernement qui a appelé les grandes entreprises demandant un report d'échéances fiscales et sociales ou un prêt garanti à ne pas verser de dividendes et à ne pas procéder à des rachats d'actions en 2020, sauf à s'y être engagées avant le 27 mars 2020<sup>21</sup>. À la mi-juin 2020, la moitié des sociétés du SBF 120 avait ainsi déjà renoncé à verser tout dividende en 2020 ou à en réduire le montant, ramenant les prévisions de versement à 36 milliards d'euros, soit une baisse de 45 % par rapport aux montants initialement prévus. Sur les seules entreprises du CAC 40, ce mouvement est encore plus marqué puisque les réductions et annulations de versement de dividendes concernent les trois quarts d'entre elles, représentant une baisse de plus de la moitié (56 %) des volumes initialement prévus. D'une manière générale, la situation en Europe contraste avec celle qui est observée aux États-Unis, où les dividendes ont atteint un niveau historiquement élevé au premier trimestre 2020, compensant en partie l'inflexion observée des rachats d'actions en 2019, instrument historiquement privilégié par les entreprises américaines pour récompenser leurs actionnaires, mais de plus en plus contesté car jugé responsable d'un assèchement des trésoreries au détriment de l'investissement productif. Le marché américain, où aucune décision réglementaire ou gouvernementale ne contraint les sociétés à modifier leur politique de distribution des dividendes, devrait en outre profiter d'une représentativité sectorielle plus favorable compte tenu du poids des valeurs technologiques, relativement épargnées par la crise. Selon la société Janus Henderson Investors, les dividendes devraient diminuer entre 15 à 35 % selon les scénarios en 2020 au niveau mondial.

<sup>19</sup> [Recommandation de la BCE du 27 mars 2020 relative aux politiques de distribution de dividendes pendant la pandémie de COVID-19.](#)

<sup>20</sup> [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 27 May 2020 on restriction of distributions during the COVID-19 pandemic.](#)

<sup>21</sup> L'Association française des entreprises privées (AFEP) a en outre recommandé aux entreprises bénéficiant du chômage partiel de réduire de 20 % les dividendes à payer en 2020.

**Graphique 9 : Taux de distribution des dividendes**  
(% du bénéfice par action)



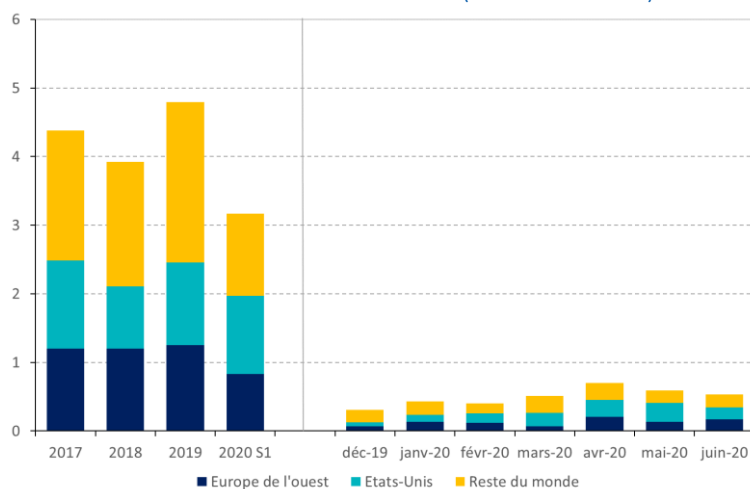
Source : Refinitiv Datastream

### 1.1.2. L'activité sur les marchés primaires diversement affectée selon les segments de marché

- Les mesures monétaires et budgétaires ont constitué un important facteur de soutien aux émissions obligataires

Sur le segment de la dette privée, la correction boursière observée à partir de la mi-février s'est traduite à Paris, comme sur la plupart des autres places financières européennes, par une fermeture du marché obligataire mais qui est restée très temporaire. D'une manière générale, la mise en place de *policy-mix* ultra accommodants a, en effet, contribué à soutenir le marché primaire à partir de la mi-mars. Les montants levés sont alors apparus en forte hausse quelle que soit la zone géographique considérée (Graphique 10), les sociétés cherchant principalement à maintenir un niveau de trésorerie suffisant pour faire face à une fermeture éventuelle des marchés, à la baisse d'activité et, de manière plus marginale, dans la perspective de profiter d'opportunités éventuelles de croissance externe. Les montants levés par les entreprises françaises ont ainsi avoisiné 76 milliards d'euros au premier semestre, soit près de 90 % des montants levés sur l'ensemble de l'année 2019 (88 milliards d'euros).

**Graphique 10 : Émissions obligataires des sociétés : Capitaux levés**  
selon la nationalité de l'émetteur (en milliards d'euros)

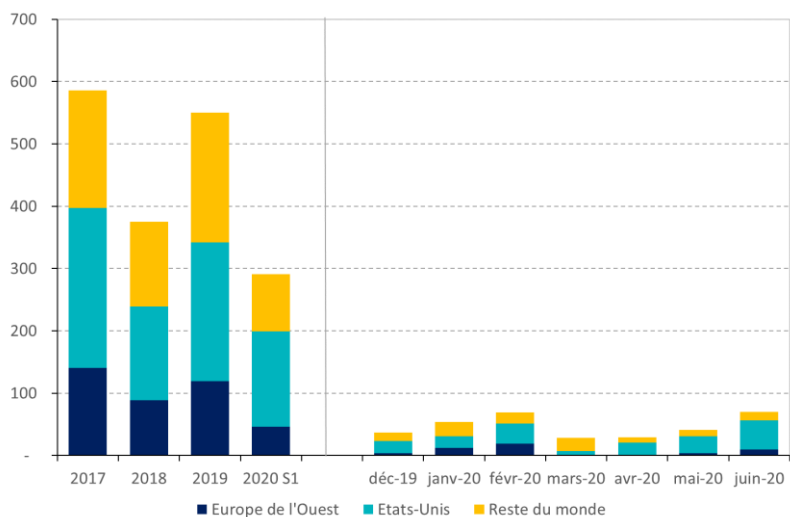


Source : Bloomberg  
Données au 28/06/2020



En Europe, cette tendance globale s’observe en revanche pour les émetteurs les mieux notés : s’agissant du marché du *high yield* en effet, l’activité est restée atone depuis la fin du mois de février, alors qu’aux États-Unis, les émissions ont retrouvé dès le mois d’avril leur niveau d’avant crise (Graphique 11).

**Graphique 11 : Émissions obligataires sur le segment *high yield***  
(en milliards d’euros)

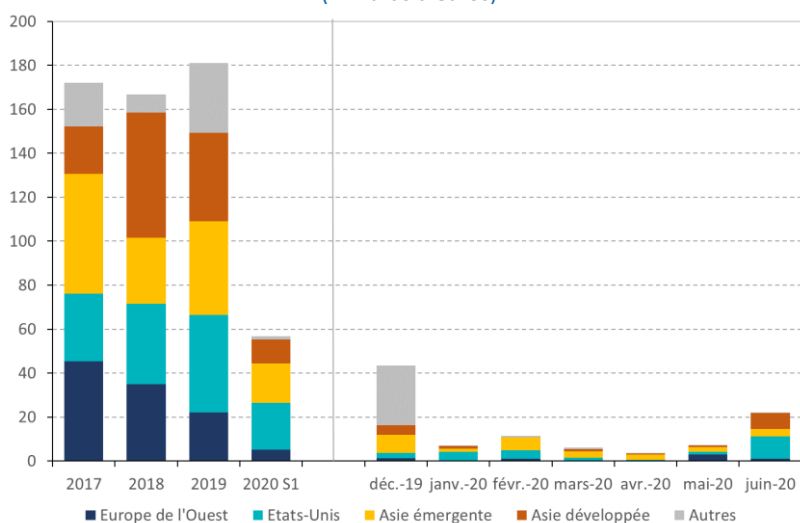


Source : Bloomberg  
Données au 28/06/2020

□ L’instabilité financière a particulièrement pesé sur le marché des introductions en bourse

Depuis le début de l’année 2020, un ralentissement sensible était perceptible sur le marché des introductions en bourse au niveau mondial, Asie émergente exceptée. La dégradation de l’environnement macro-financier du fait de la crise sanitaire s’est traduite par la fermeture du marché des introductions en bourse à partir de la fin mars (Graphique 12).

**Graphique 12 : Introductions en Bourse : montant des capitaux levés**  
(milliards d’euros)

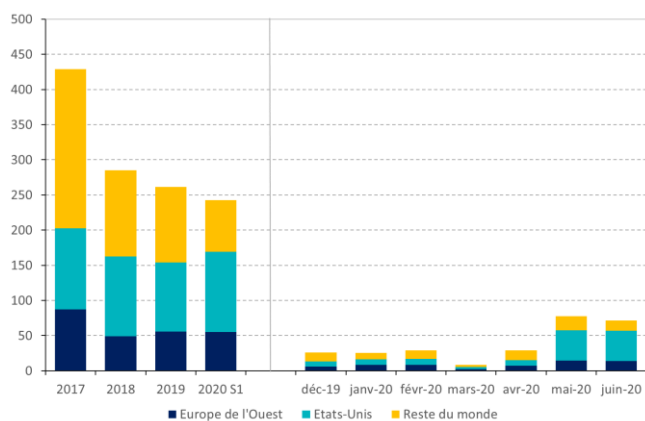


Source : Bloomberg  
Données au 28/06/2020

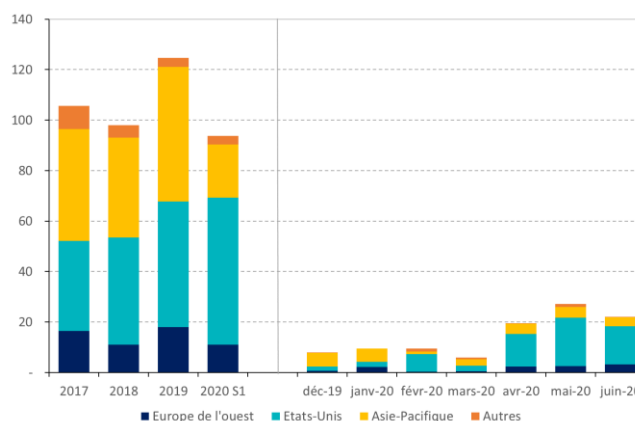
En Europe, les capitaux levés ont tout juste dépassé 5 milliards d’euros sur les six premiers mois de l’année, soit une baisse de moitié par rapport à la même période de l’année précédente. À Paris, seules 3 opérations ont été recensées au cours de cette période, toutes au premier trimestre, pour un montant de capitaux levés de 134 millions d’euros. À titre de comparaison, seuls 720 millions d’euros ont été levés au Royaume-Uni et seules deux opérations ont été enregistrées en Allemagne sur la même période, d’un montant total de 200 millions d’euros. La stabilisation puis le rebond des marchés au printemps a néanmoins permis l’introduction sur la bourse d’Amsterdam de la société JD Peet's, valorisée à 2,25 milliards d’euros.

D’une manière générale, l’activité est apparue en revanche mieux orientée s’agissant des émissions d’actions par les sociétés déjà cotées. Compte tenu de la forte volatilité du marché, les émissions d’obligations convertibles et placements accélérés ont été privilégiés par rapport à des augmentations de capital avec droits préférentiels de souscription (DPS).

**Graphique 13 : Émissions hors IPO**  
(milliards d’euros)



**Graphique 14 : Émissions d’obligations convertibles**  
(milliards d’euros)



Source : Bloomberg  
Données au 28/06/2020

## 1.2. LES RISQUES

### 1.2.1. Le risque de financement de l’économie s’est accru, avec l’aggravation des déséquilibres en matière d’endettement et la dégradation de la qualité du crédit

- Les entreprises françaises sont entrées dans la crise fragilisées

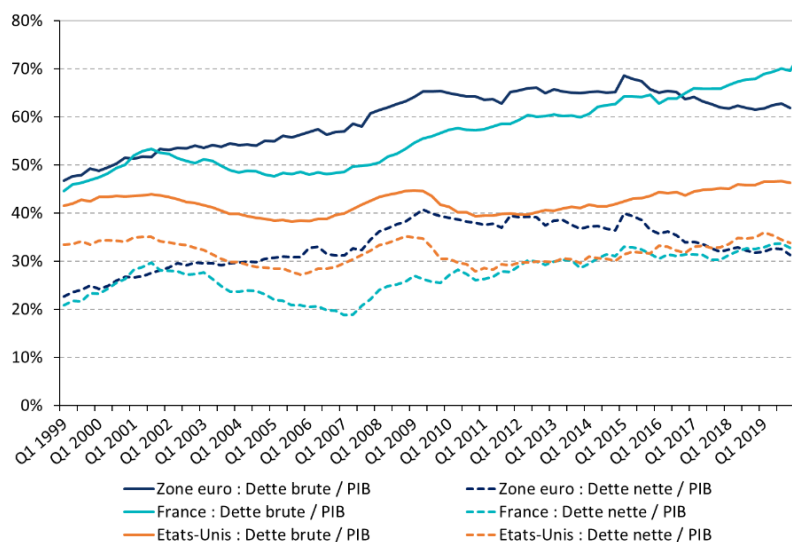
➤ Après la gestion du risque de liquidité, les questions relatives à la solvabilité deviennent centrales

En France, les entreprises du secteur non financier sont entrées dans la crise avec des niveaux d’endettement élevés, après avoir, dans un contexte de taux d’intérêt favorable, intensifié leur recours au crédit (bancaire et obligataire) au cours de la dernière décennie pour financer des opérations de croissance organique et externe et accroître leur détention de liquidités. La dette nette des entreprises françaises rapportée au PIB a ainsi augmenté de manière régulière, passant de 26 % en 2010 à 33 % fin 2019, un mouvement similaire étant également observé aux États-Unis (Graphique 15). L’environnement de taux bas a, par ailleurs, participé à la survie des d’entreprises *zombies*<sup>22</sup>, dont le nombre a augmenté dans les grandes économies développées de manière ininterrompue depuis

<sup>22</sup> Une entreprise *zombie* est définie comme une société âgée d’au moins 10 ans dont la rentabilité n’a pas été suffisante pour couvrir les intérêts associés à sa dette pendant au moins trois années consécutives (Adalet McGowan, M, D Andrews and V Millot (2017): “The walking dead: zombie firms and productivity performance in OECD countries”, OECD Economics Department, Working Papers, no 1372.

2008<sup>23</sup>, leur poids étant plus élevé dans certains pays d'Europe du sud (Italie, Espagne) et secteurs d'activité tels que l'immobilier, le commerce, le transport, l'hébergement et la restauration, aujourd'hui particulièrement affectés par la crise<sup>24</sup>.

**Graphique 15 : Dette brute<sup>25</sup> et dette nette<sup>26</sup> consolidées des SNF**  
(en % du PIB valeur)



Source : BCE, Banque de France, Federal Reserve, calculs AMF

Pendant et au sortir de la phase de confinement, les plans de soutien gouvernementaux, par le biais notamment des mesures de report des échéances sociales et fiscales et des prêts garantis par les États, ont, avec le recours accru à l'endettement, permis d'amortir le choc initial en préservant la liquidité des entreprises à très court terme. Durant la phase de reprise de l'activité, probablement modérée mais dont l'ampleur et le calendrier restent incertains, les besoins en fonds de roulement des entreprises vont nécessairement s'accroître, du fait de la diminution probable de leurs encaissements et de l'augmentation des décaissements (règlement des dettes fournisseurs, des charges sociales et fiscales, des loyers et des charges de personnel). Ce renforcement des besoins de financement pourrait conduire à fragiliser encore un peu plus la situation financière des entreprises dans les mois qui viennent et poser à terme des problèmes de solvabilité pour nombre d'entre elles, en dépit des aides et subventions générales, sectorielles voire individuelles, mises en place par les gouvernements pour accompagner la relance de l'économie. Les entreprises pourraient par ailleurs être incitées, pour ménager leur trésorerie, à réduire leurs investissements et amplifier l'impact négatif de la crise. Interrogés en avril 2020, les chefs d'entreprises de l'industrie manufacturière prévoyaient ainsi en France une chute de leurs investissements de 7 % en valeur en 2020 par rapport à 2019, soit une baisse de 10 points par rapport à leurs prévisions de début d'année.

L'augmentation du risque d'insolvabilité apparaît particulièrement marquée pour les PME et TPE, notamment celles ayant bénéficié des prêts garantis et des reports de charges si ces créances sur les États ne sont pas effacées ou converties en actions. Le montant des prêts de trésorerie bénéficiant de la garantie de l'État (PGE) dépassait

<sup>23</sup> Leur proportion serait ainsi passée en moyenne de 8 à plus de 12 % entre 2008 et 2016 (Banerjee et Hofmann : « *The rise of zombie firms: causes and consequences* », *BIS Quarterly Review*, septembre 2018).

<sup>24</sup> Ben Hassine et alii : « Les procédures de défaillance à l'épreuve des entreprises zombies », France Stratégie, note d'analyse n°82, octobre 2019.

<sup>25</sup> Pour les SNF françaises, la dette brute consolidée est obtenue à partir des données de la Banque de France qui calcule une dette consolidée à la fois des prêts intragroupes résidents et non-résidents. Les données disponibles étant moins granulaires pour les SNF américaines, les prêts enregistrés à l'actif des SNF sont déduits du montant global de dette présent au passif des SNF afin d'obtenir une approximation de la dette consolidée.

<sup>26</sup> Pour les SNF françaises, la dette nette est obtenue en déduisant les actifs liquides (monnaies et dépôts, titres de créances et parts de fonds présents à l'actif des SNF) de la dette brute.

ainsi 100 milliards d'euros à la mi-juin, dont 80 % octroyés à près de 490 000 TPE et PME. La matérialisation de ce risque d'insolvabilité pourrait engendrer, du côté de l'offre, des défauts de paiements et des disruptions d'approvisionnement dans les relations clients-fournisseurs, susceptibles d'entraîner des faillites en cascades. L'augmentation du nombre de demandeurs d'emplois conduirait de son côté à affaiblir la demande et à augmenter le risque de crise sociale et donc, *in fine*, à peser sur la croissance.

L'agence de notation Moody's a d'ailleurs revu à la hausse en mai 2020 la proportion de défaillances attendues au niveau mondial entre 4 et 10 % en 2020, selon le scénario économique retenu. En France, l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)<sup>27</sup> a évalué le taux de défaillance à 3,2 % à fin 2020 (contre 1,8 % dans le scénario hors COVID-19), cette proportion étant plus marquée dans certains secteurs, comme l'hôtellerie et la restauration (12 %) ou les services aux ménages (9 %). De fait, la qualité du crédit a connu une nette détérioration depuis le début de la crise. L'augmentation des dégradations de notation externe par les agences de notation de crédit, déjà perceptible en 2019, s'est accélérée sur les premiers mois de l'année 2020. Dès le mois d'avril, le nombre de dégradations réalisées par Standard & Poor's et Moody's dépassait déjà celui observé sur l'ensemble de l'année 2019 en Europe comme aux États-Unis. Par ailleurs, le nombre d'anges déchus sur les cinq premiers mois de 2020 a atteint un point haut depuis 2015, représentant plus de 300 milliards de dollars de dettes notées par S&P et le nombre d'entreprises notées BBB- (à la frontière du *high yield*) et sous surveillance (*credit watch*) négative est en augmentation depuis le début de l'année. De manière plus générale, au niveau mondial, les entreprises placées sous surveillance négative par S&P représentaient 20 % des entreprises notées en catégories investissement fin mai<sup>28</sup>.

**Tableau 1 : Dégradations de notes de crédit à long terme par Moodys et Standard & Poor's**  
(données au 18/06/2020)

	Moody's						S&P					
	Europe de l'ouest		États-Unis		France		Europe de l'ouest		États-Unis		France	
	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019
T1	139	32	293	108	8	4	138	40	415	180	19	5
T2	180	69	381	128	18	10	192	42	546	153	28	2
Total Année	319	217	674	463	26	23	330	190	961	678	47	15

Source : Bloomberg

Or la baisse de la qualité du crédit est susceptible d'entraîner une augmentation des coûts de financement, voire un rationnement du crédit, notamment pour les anges déchus dont les contrats de prêts ou les émissions sont assortis de clauses contingentes (*trigger clauses*) et qui ne bénéficient pas du soutien explicite des États. Une fragmentation sur le marché du *high yield* pourrait du reste également s'opérer entre les anges déchus dont les titres de dette peuvent toujours être utilisés en tant que collatéral lors des opérations de refinancement de la BCE ou qui demeurent éligibles aux programmes d'achats d'actifs de la Réserve fédérale américaine, et les sociétés historiquement notées en catégorie spéculative. Ces dernières affichent d'ailleurs une sous-performance par rapport aux anges déchus depuis le début de l'année (Graphique 16).

<sup>27</sup> OFCE (2020) : [Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid 19](#)

<sup>28</sup> S&P Global (2020) : ["Credit Trends: The Potential Fallen Angels Tally Reaches A New High At 126", 17/06/2020](#)

**Graphique 16 : Évolutions comparées des indices obligataires ICE Bofa Global Fallen Angel et High Yield Original depuis début 2020  
(100=31/12/2019)**



Source : Refinitiv Datastream  
Données au 28/06/2020

□ La gestion du risque d’insolvabilité va engendrer d’importants besoins de recapitalisation

La gestion du risque d’insolvabilité et le soutien à l’investissement vont rendre nécessaire à très court terme le renforcement de la structure financière des entreprises, notamment celles qui étaient déjà très endettées même avant le déclenchement de la crise et/ou qui ont été particulièrement pénalisées par les mesures de confinement et/ou qui le seront du fait de la reprise très partielle de l’activité. Ces opérations de recapitalisation peuvent prendre la forme d’émissions de nouvelles actions ordinaires ou privilégiées (fonds propres) mais également de titres de capitaux hybrides, tels que des titres subordonnés, des titres participatifs ou des obligations convertibles (quasi-fonds propres).

Les apports en fonds propres et quasi-fonds propres devraient être soumis à deux contraintes délicates, à savoir d’une part, la minimisation du coût de ces opérations pour les finances publiques et, d’autre part, la recherche de la maximisation du bénéfice économique. Ces contraintes devraient conduire à une sélectivité des opérations, mieux à même d’aboutir à terme à une amélioration de la qualité du tissu économique mais qui serait susceptible, en retour, d’accroître à court terme le coût social dans les sociétés.

Anticipant ces besoins de recapitalisation, la Commission européenne a d’ailleurs, au début du mois de mai 2020, assoupli les règles en matière d’aides des États afin de permettre à ces derniers, d’ici la mi-2021, de prendre temporairement des participations dans les entreprises touchées par la crise<sup>29</sup>. Ces autorisations sont toutefois soumises à conditions. En particulier, seules sont éligibles les entreprises qui n’étaient pas en difficulté financière avant la crise et ne sont pas en mesure de lever des capitaux sur les marchés dans des conditions satisfaisantes, ce qui exclut notamment les entreprises zombies du dispositif. De plus, les entreprises bénéficiaires sont soumises à une interdiction de versement de dividendes et se doivent de respecter les objectifs communautaires relatifs au climat et au numérique. Par ailleurs, afin de limiter le coût de ces opérations pour les finances publiques, les prix d’achat et de revente des titres sont encadrés.

En France, la loi du 25 avril 2020 de finances rectificative pour 2020 a prévu fin avril un plan de recapitalisation de 20 milliards d’euros pour les entreprises stratégiques en difficulté, y compris des PME. Un fonds d’investissement

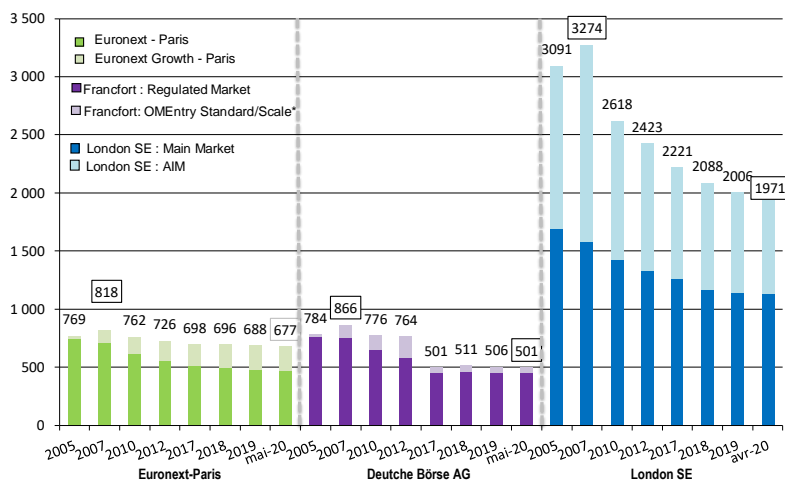
<sup>29</sup> “Amendment to the Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak”, 8 mai 2020. Ce texte amende le cadre temporaire adopté le 19 mars 2020 autorisant les mesures nationales de soutien à la liquidité des entreprises telles que les subventions directes, les avantages fiscaux et les paiements anticipés, les prêts garantis ou subventionnés ou une assurance-crédit à l’exportation à court terme (« Temporary Framework for State Aid to support the economy in the context of the COVID-19 outbreak »).

aéronautique devrait ainsi être créé et doté d'un montant initial de 500 millions d'euros, dont près de la moitié (200 millions d'euros) proviendrait d'un apport de l'État, le solde étant abondé par les acteurs du secteur. Des investissements en fonds propres sont également prévus dans le cadre du Fonds d'avenir pour l'automobile, à hauteur de 600 millions d'euros. Au niveau européen, la Banque européenne d'investissement a également créé, en avril 2020, le Fonds de garantie paneuropéen, dont le quart de la dotation, qui s'élève à 25 milliards d'euros, sera consacré au renforcement des fonds propres des entreprises, principalement des PME.

- Le risque d'attrition de la cote s'est renforcé avec la crise

Depuis la crise financière de 2007-2008, le nombre de sociétés cotées en bourse a connu une diminution régulière en Europe (Graphique 17). Cette tendance pourrait s'amplifier, en raison de la faiblesse du nombre d'introductions en bourse, de la possible augmentation du nombre de faillites et d'opérations de fusions et acquisitions portant sur des cibles fragilisées par la crise et dont la valeur boursière s'est fortement dépréciée, limitant ainsi le rôle des marchés financiers dans le financement par actions de l'économie.

**Graphique 17: Évolution du nombre de sociétés cotées**  
(données fin d'année)



Sources : Euronext, DBAG, LSE

Note : \* Créé en mars 2017, Scale est système multilatéral de négociation dédié aux PME et valeurs de croissance en remplacement de l'OM Entry Standard.

Face au risque particulier de rachat, les gouvernements ont d'ailleurs commencé à prendre des mesures de protection de leur marché intérieur, notamment des entreprises jugées stratégiques. Au niveau européen, le règlement sur le filtrage des investissements directs étrangers (IDE)<sup>30</sup>, entré en vigueur au printemps 2019, prévoyait une coordination accrue entre États membres pour filtrer les opérations réalisées par des investisseurs de pays tiers. Ce dispositif a été complété en mars 2020 par des orientations<sup>31</sup> de la Commission européenne. Cette dernière invite les 14 États membres disposant de mécanismes nationaux de filtrage des IDE à exploiter toutes les possibilités des outils à leur disposition pour empêcher les flux de capitaux émanant de pays tiers qui pourraient porter atteinte à la sécurité et à l'ordre public de l'Europe et, pour les États qui n'en ont pas encore, à les adopter. La Commission européenne a par ailleurs proposé fin mai 2020, dans le cadre de son plan de soutien à l'économie, la création d'un fonds de 15 milliards d'euros destiné à financer des investissements dans des entreprises stratégiques affaiblies par la crise sanitaire.

Ce risque est particulièrement marqué en France, qui était classée en 2019 au troisième rang pour l'accueil des investissements directs étrangers, derrière les États-Unis et la Chine. Depuis 2014, le nombre de secteurs

<sup>30</sup> RÈGLEMENT (UE) 2019/452 du 19 mars 2019 établissant un cadre pour le filtrage des investissements directs étrangers dans l'Union.

<sup>31</sup> [https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2020/march/tradoc\\_158676.pdf](https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2020/march/tradoc_158676.pdf)

concernés par le dispositif de contrôle des IDE est en constante augmentation. Par ailleurs, un décret entré en vigueur en avril 2020 à la suite de la loi Pacte a abaissé le seuil de contrôle pouvant conduire à des refus des IDE pour les sociétés françaises de 33 % à 25 % des droits de vote. Ce seuil pourrait être de nouveau diminué à 10 %. D'autres pays européens comme l'Espagne mais aussi des pays tiers (Inde, Australie) ont adopté des mesures similaires.

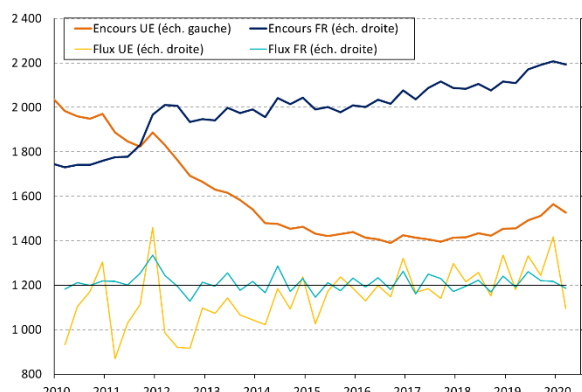
□ La titrisation : vers un renouveau ?

Au terme d'une baisse des encours, qui sont passés de 2 300 milliards d'euros en 2009 à 1 389 milliards en septembre 2016 après la grande crise de 2008-2009, on observe (Graphique 20) un modeste redémarrage des émissions de titrisation<sup>32</sup> en Europe depuis 2016, qui a porté les encours à 1 526 milliards en mars 2020. Le regain initial de croissance de la titrisation, s'était toutefois ralenti en 2019 et a été interrompu par la crise.

La reprise de la titrisation avait été plus marquée en France (Graphique 18), mais les encours de 248,4 milliards d'euros à la fin du premier trimestre de 2020 restent, à 16,4 % du total européen, relativement faibles. Ces véhicules refinancent surtout (Graphique 19) des dettes financières (CDO), du crédit résidentiel (RMBS), et des ABS, dont les actifs incluent des prêts à la consommation, du financement automobile et par cartes de crédit. Les CLO, qui refinancent des prêts (à effet de levier) aux entreprises non financières, ont la particularité de gérer leur portefeuille de prêts activement pour optimiser leur profil-rendement risque. Ceci leur vaut d'ailleurs de n'être pas éligibles au label de titrisations Simples Transparentes et Standardisées (Encadré 2).

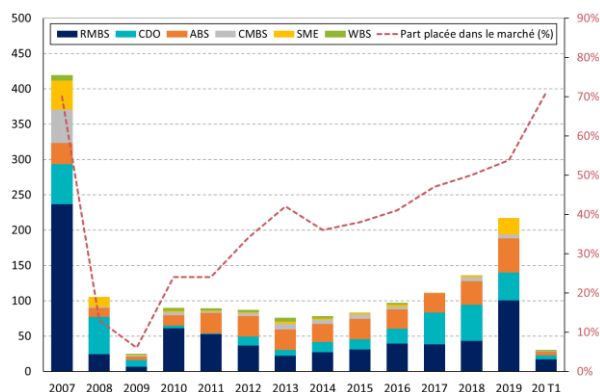
Un impact généralisé de la crise actuelle (géographiquement et à travers les secteurs), s'il corrélait les risques des prêts en portefeuille, réduirait le bénéfice de leur diversification par la titrisation.

**Graphique 18 : Encours et flux de titrisations européennes et françaises**  
(milliards d'euros)



Sources : BCE, AMF

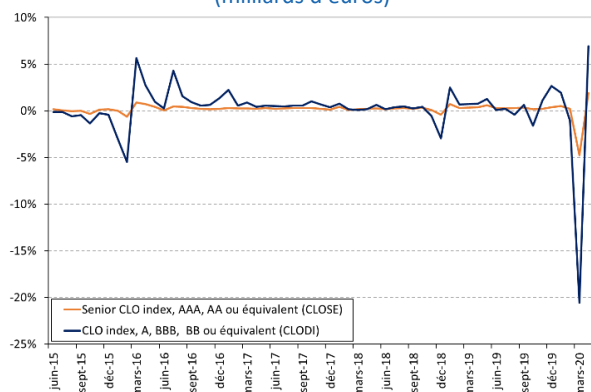
**Graphique 19 : Émissions de titrisations européennes par catégorie**  
(milliards d'euros, à 19T3)



Sources : AFME, AMF

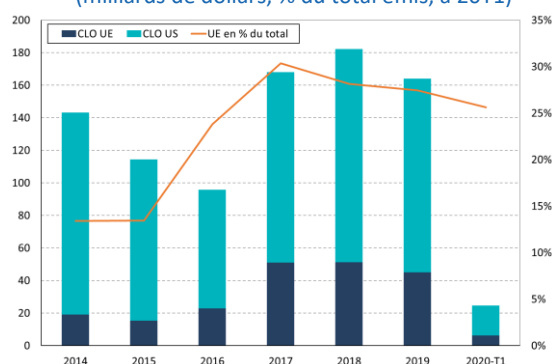
<sup>32</sup> Une opération de titrisation : i) crée un véhicule financier qui convertit un portefeuille de prêts (à l'actif) en titres négociables (émis au passif). ii) émet plusieurs classes d'actifs (tranchage), les tranches obligataires *senior* portant un risque de crédit moindre, les suivantes dans l'ordre de subordination des obligations, de plus en plus de risque. La tranche *equity*, non notée par les agences de crédit, est payée après toutes les autres tranches obligataires.

**Graphique 20 : Performance d'indices de CLO américains**  
(milliards d'euros)



Sources : Palmer Square Capital Management, AMF

**Graphique 21 : Émissions de CLO**  
(milliards de dollars, % du total émis, à 20T1)



Sources : JP Morgan, ESMA

Malgré ses risques, la titrisation permet un transfert des risques aux secteurs non bancaires, et la réduction des coûts de financement de l'économie. Sa relance, avec le label STS (Encadré 2), est donc un objectif important des banques centrales et de l'Union des Marchés de Capitaux (UMC). Si son succès reste à évaluer, les émissions de dette massives liées à la crise de la COVID-19, créent un potentiel élevé de refinancement des dettes et de transfert des risques par ce moyen.

#### Encadré 2 : STS : un label pour relancer la titrisation

Au lendemain de la crise financière de 2007-2008, l'Union européenne a renforcé le cadre législatif pour contrer les risques inhérents aux opérations de titrisation hautement complexes, opaques et risquées. Pour rappel, durant la crise de 2008, la titrisation (américaine) avait en effet joué un rôle d'amplification du risque systémique en facilitant un effet de levier et une concentration excessive des risques dans le secteur financier. Quatre éléments de la chaîne de titrisation avaient joué un rôle auto-amplificateur à cet égard : i) les pratiques d'origination des prêts sous-jacent ; ii) l'émission de produits titrisés complexes et opaques ; iii) un recours excessif aux agences de notation de crédit ; iv) l'effet de levier de certains investisseurs<sup>33</sup>. Le label de titrisation simple, transparente et standardisée (STS) créé depuis par le règlement Titrisation<sup>34</sup> offre un cadre destiné à limiter ces risques. Il permet en outre aux entités concernées de bénéficier de conditions d'éligibilité favorables aux opérations de refinancement de la BCE<sup>35</sup> et aux investisseurs institutionnels de bénéficier d'exigences de fonds propres préférentielles<sup>36</sup>. Ce statut en fait une composante stratégique de l'Union des Marchés des Capitaux (UMC).

Le label STS repose sur des exigences<sup>37</sup> de simplicité (art. 20), de standardisation (art. 21) et de transparence (art. 22). Les premières assurent notamment que le véhicule est issu d'une 'cession parfaite' d'actifs, l'homogénéité du panier d'expositions, et que ces actifs satisfont des critères d'éligibilité prédéterminés, clairs et documentés, empêchant toute gestion discrétionnaire. Les deuxièmes assurent l'utilisation de taux d'intérêts courants du marché, une gestion des risques de taux, le recours à un organe de gestion disposant de qualifications nécessaires, et une documentation transactionnelle appropriée. Les troisièmes assurent qu'initiateurs et sponsors mettent à disposition du marché les informations relatives à l'opération, notamment sur les performances passées et les risques de défaut et de perte. L'obtention du label exige aussi une notification à l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) par l'initiateur et le sponsor. L'AEMF publie sur son site internet une liste des titrisations STS ainsi notifiées ainsi que des notifications.

Fin 2019, la Commission européenne a publié plusieurs standards techniques concernant notamment les exigences de transparence, notifications de titrisations STS, et enregistrement et standards opérationnels des référentiels centraux de titrisation (*trade repositories*). Les RTS afférents permettront, à leur entrée en vigueur, de préciser le suivi des évolutions de marché.

Le 6 mai 2020, l'EBA a publié son rapport final sur le cadre applicable aux titrisations synthétiques<sup>38</sup> -à savoir celles n'impliquant aucun transfert légal de titre, mais seulement une vente du risque de crédit lié aux actifs titrisés, qui ne sont à ce jour pas éligibles au label STS. Il préconise notamment certains critères de simplicité, standardisation et transparence spécifiques aux titrisations synthétiques, permettant d'envisager la mise en place d'un régime STS pour ces titrisations. Les travaux menés dans le cadre d'UMC 2 pourraient poursuivre cette piste.

<sup>33</sup> Cf. étude d'impact de la Commission européenne accompagnant le règlement Titrisation (SWD/2015/0185 final ; 2015/0226 (COD)).

<sup>34</sup> Règlement (UE) 2017/2402.

<sup>35</sup> Cf. conditions d'éligibilité stipulées par la description des [instruments de politique monétaire de la BCE](#).

<sup>36</sup> Le règlement 575/2013 a été notamment modifié par le règlement 2017/2401 (publié concomitamment au règlement 2017/2402 relatif aux titrisations STS).

<sup>37</sup> Adopté en décembre 2017, le règlement européen Titrisation est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2019.

<sup>38</sup> Cf. proposition de l'ABE du 06/05/20 d'un [cadre pour les titrisations STS synthétiques](#).



Des incitations en ce sens sont d'ailleurs données, par exemple, par la « *COSME Loan Guarantee Facility* » du Fonds européen d'investissement, qui vise à soutenir l'offre de 8 milliards d'euros de crédits aux PME par l'octroi d'un milliard de garanties aux tranches mezzanine (de risque intermédiaire) de titrisations émises dans ce cadre<sup>39</sup>. Le « *High Level Forum on CMU* » créé en 2019 par la Commission européenne dans le cadre de l'UMC 2 a formulé le 10 juin 2020 des orientations pour renforcer les financements de marché, et spécifiquement la titrisation<sup>40</sup>.

Des pistes d'allègement y sont évoquées concernant les règles afférentes au transfert de risque de crédit significatif, le traitement des fonds propres des banques, entreprises d'investissement et assureurs pour les titrisations STS et non-STS, et les règles d'éligibilité au régime des actifs liquides de haute qualité (HQLA) du ratio de liquidité à court terme (LCR). Un traitement plus favorable aux titrisations synthétiques<sup>41</sup>, et une proportionnalité des exigences de transparence et de due diligence selon le caractère public ou non des transactions sont recommandées. Enfin, le rapport préconise aussi un accès centralisé aux informations et évaluations financières par le biais d'une base de données européenne, pour stimuler la titrisation des prêts aux PME.

L'équilibre trouvé entre promotion de la titrisation et gestion des risques dépendra aussi de la coordination internationale en la matière. Au niveau mondial, des risques d'arbitrage réglementaire pourraient être craints. Par exemple, les exigences de rétention applicables aux originateurs de titrisations semblent moins strictes aux États-Unis<sup>42</sup>. En Europe, il faudra aussi faire converger des régimes de titrisation encore largement nationaux.

L'innovation pose également question. D'une part, il s'agira d'examiner l'importance prise par les véhicules non-éligibles au label STS, comme les CMBS, les CLO ou même non-tranchés (comme les Organismes de financement spécialisés -OFS<sup>43</sup>), et de préciser ici l'articulation entre intermédiation bancaire et non-bancaire. D'autre part, la Commission européenne a lancé le 8 avril 2020 une consultation sur sa stratégie renouvelée sur la finance durable<sup>44</sup> (« Green Deal »), qui vise notamment à évaluer la capacité de la titrisation verte à soutenir le financement des projets de développement durable et le besoin d'un cadre réglementaire spécifique<sup>45</sup>. Enfin, la crise interroge sur l'opportunité de créer des véhicules de financement européens de mutualisation des dettes publiques, à ce jour sans consensus politique.

#### Les risques de transmission de la crise économique à la sphère bancaire et financière

Contrairement à la crise des *subprimes*, le secteur bancaire n'est pas à l'origine de la crise économique actuelle. Les réformes bancaires mises en œuvre après la crise de 2008 ont en effet permis de renforcer la solidité du système bancaire mondial par l'accroissement des exigences de liquidité et de fonds propres (mesures micro-prudentielles), l'instauration de coussins contra-cycliques et d'une surcharge en capital pour les banques systémiques (mesures macro-prudentielles). En Europe, le poids des fonds propres de base (CET1) a ainsi augmenté régulièrement depuis la crise, avec toutefois des disparités entre Europe du Nord et du sud (Graphique 22).

<sup>39</sup> Le caractère restrictif des exigences de qualité des prêts éligibles à ce programme a été critiqué (Financial Times, *Mass securitisation as a device for recovery has no economic value*; 24/04/20).

<sup>40</sup> [Rapport final](#) du High Level Forum sur l'Union des marchés de capitaux.

<sup>41</sup> Cf. audition de l'EBA du 09/10/19 sur un cadre STS pour les titrisations synthétiques et discussion paper -et sa [présentation](#)- afférents.

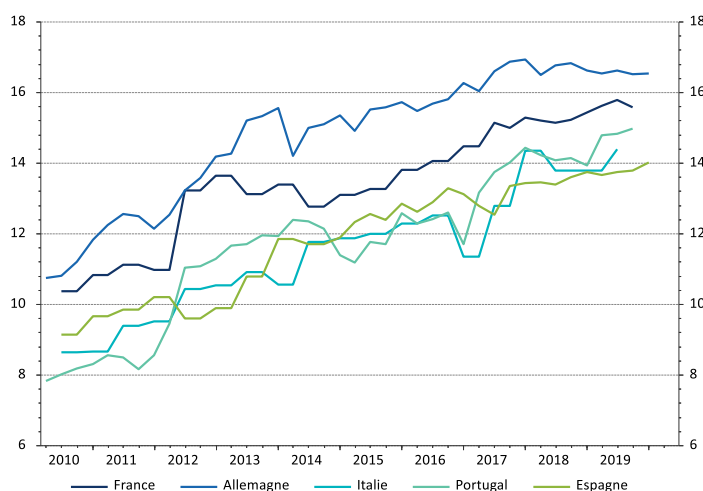
<sup>42</sup> Aux États-Unis, l'exigence de la *Credit Risk Retention Regulation* d'un ratio de rétention de 5% est effective pour les titrisations de prêts immobiliers résidentiels depuis 2015, et pour les autres depuis 2016, mais accorde des exemptions (*residential mortgage exemption*; *exemption for qualifying three-to-four unit residential mortgage loans*). Une révision de ces règles a été soumise à [consultation publique](#) par les autorités américaines jusqu'au 18/02/20.

<sup>43</sup> Les OFS sont des véhicules spécifiques à la gestion de fonds de dettes et ont été créés par une ordonnance du 04/10/17. Les décrets du 19/11/18 précisent l'application de la réforme des OFS. Le règlement général de l'AMF fixe les règles qui leur sont applicables et adapte le régime des organismes de titrisation. Il stipule notamment leur capacité à octroyer des prêts directement sans recourir à une banque.

<sup>44</sup> Consultation de la Commission européenne sur une nouvelle stratégie en matière de finance durable.

<sup>45</sup> Des jalons sont posés par les [Principles for developing a green securitisation market in Europe](#) du 11/09/19 de l'*Association for Financial Markets in Europe* (AFME).

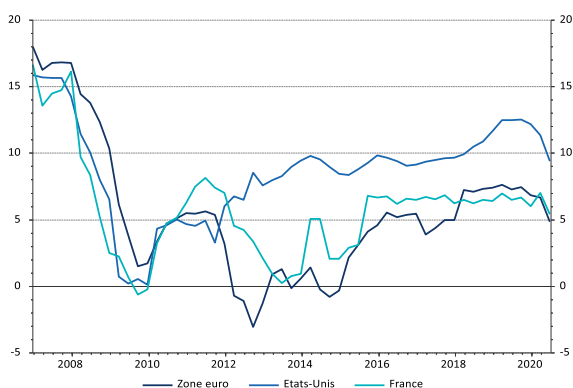
**Graphique 22 : Évolution des ratios de fonds propres de base en Europe**



Source : Refinitiv Datastream

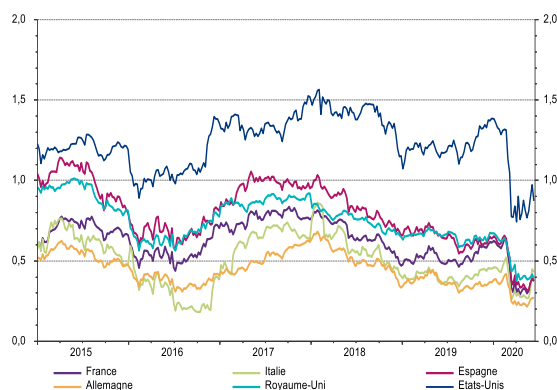
Aujourd’hui sollicitées par les pouvoirs publics pour participer au soutien de l’économie par le biais de moratoires et l’octroi de prêts garantis par les États, les banques ne sont elles-mêmes pas à l’abri d’une crise majeure. De fait, la crise actuelle met en exergue plusieurs zones de fragilité observées au cours de la dernière décennie. Les investissements liés à la digitalisation, la pression sur les commissions de services et le maintien prolongé des taux d’intérêt directeurs à des niveaux faibles pèsent sur la rentabilité des banques européennes (Graphique 23), tandis que des stocks de prêts non performants issus de la précédente crise ne sont pas encore résorbés. Tout cela se traduit par une sous-valorisation du secteur sur les marchés boursiers : les actions de banques y sont moins bien valorisées que leur valeur comptable (Graphique 24).

**Graphique 23 : Return on equity (ROE)**



Source : Refinitiv Datastream

**Graphique 24 : Ratio cours/actif net (Price to book) dans le secteur bancaire par pays**



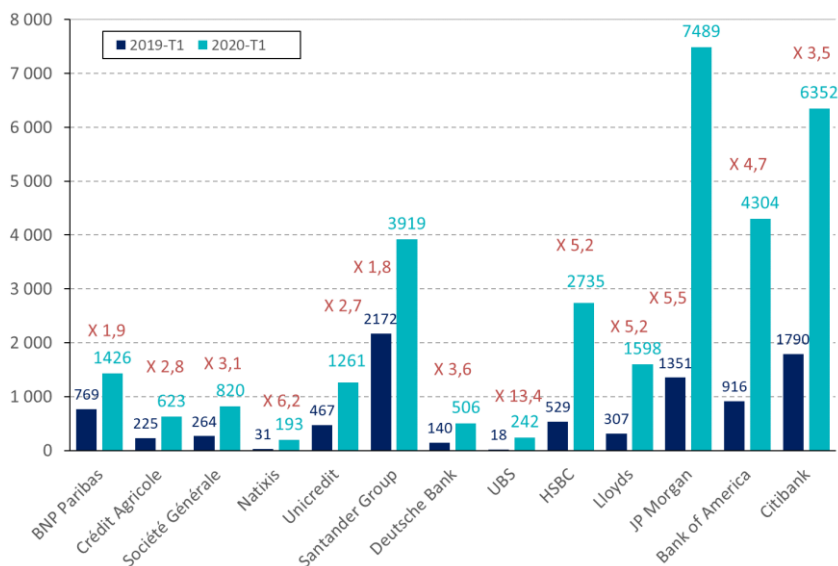
Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation 15/06/2020

Dans ce contexte, la dégradation des perspectives économiques au premier trimestre s’est traduite par une détérioration de la perception du risque dans le secteur. La correction boursière et l’entrée en récession ont déjà conduit les banques européennes et américaines à constituer au premier trimestre 2020 d’importantes provisions pour créances douteuses, en application respectivement de la nouvelle norme CECL (*Current Expected Credit Loss*)<sup>46</sup> et IFRS 9 en vertu desquelles les banques sont amenées à déprécier leurs actifs en fonction des pertes

<sup>46</sup> Le CECL est entré en vigueur début 2020.

attendues et non pas avérées en tenant compte des données macroéconomiques prospectives (Graphique 25). Le montant des provisionnements s'avère très variable selon les institutions, du fait d'expositions différentes aux secteurs et zones géographiques les plus affectés par l'épidémie et de la diversité des anticipations des banques au titre des hypothèses macroéconomiques sous-jacentes aux calculs des pertes attendues.

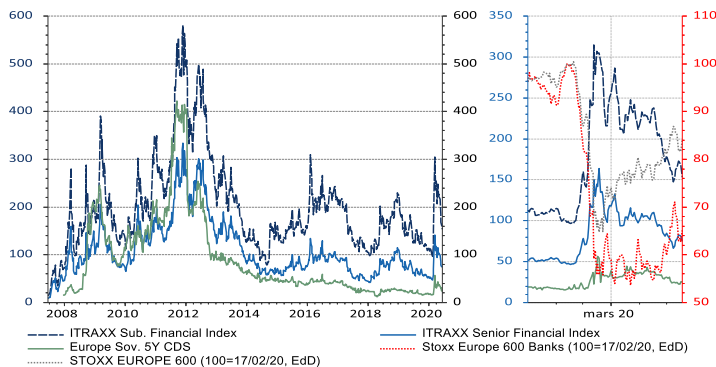
**Graphique 25 : Coût du risque (provisions pour créances douteuses)**  
(en millions d'euros)



Source : Sociétés

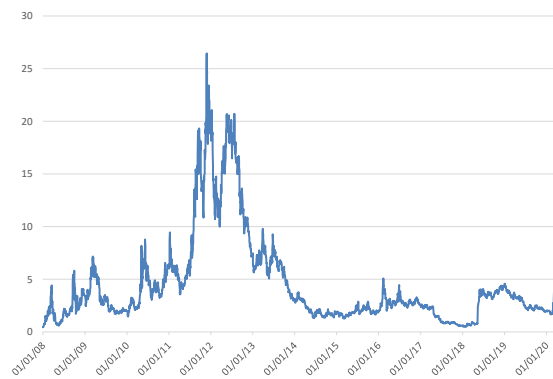
Malgré les assouplissements des règles prudentielles autorisées par les autorités de supervision en matière de fonds propres, ces derniers pourraient s'avérer insuffisants pour certaines banques européennes en cas de forte hausse des défauts de paiement et conduire à des recapitalisations. De fait, selon la BCE, le risque de faillite des banques a augmenté depuis le début de la crise (Graphique 27). La matérialisation d'un tel risque obérerait la capacité des banques à poursuivre leur soutien au financement des entreprises, participant ainsi à l'aggravation de la récession. Elle contribuerait par ailleurs à augmenter le risque souverain, si la mise en œuvre des mécanismes de résolution devait s'avérer insuffisante. Le risque bien réel d'enclencher alors un cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire pourrait néanmoins être plus limité que lors des crises antérieures, dans la mesure où une proportion croissante des titres souverains est aujourd'hui détenue par les banques centrales.

**Graphique 26 : CDS bancaires et cours de bourse en Europe**



Source : Refinitiv Datastream

**Graphique 27 : Probabilité de défaut simultané d'au moins deux grandes banques**



Source : BCE  
Dernière observation : 05/06/2020

□ Vers un accroissement du risque souverain à moyen terme

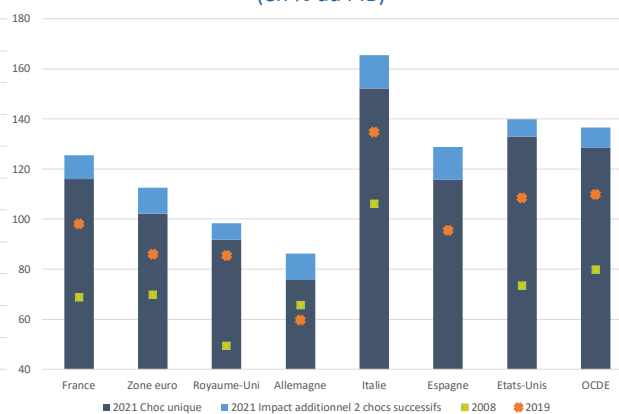
La mise en œuvre des stabilisateurs automatiques du fait de la récession (moindres rentrées fiscales et augmentation des dépenses, notamment sociales) ainsi que les dépenses spécifiques engagées pour faire face à la crise sanitaire auront un impact budgétaire considérable, notamment en Europe. L'OCDE estimait en juin 2020 que les déficits budgétaires pourraient atteindre 9,2 % dans les pays de la zone euro en 2020, voire près de 11 % en cas de nouvelle vague de l'épidémie (Graphique 28). En France, il serait de 10,4 et 12 % selon le scénario considéré<sup>47</sup>. La dette publique pourrait pour sa part augmenter de 27 points de PIB d'ici 2021 en zone euro, pour atteindre 113 % du PIB (Graphique 29). En Italie ou en Espagne, l'augmentation entre 2019 et 2021 pourrait dépasser 30 points du PIB.

**Graphique 28 : Déficit public**  
(en % du PIB)



Source : OCDE

**Graphique 29 : Dette publique**  
(en % du PIB)

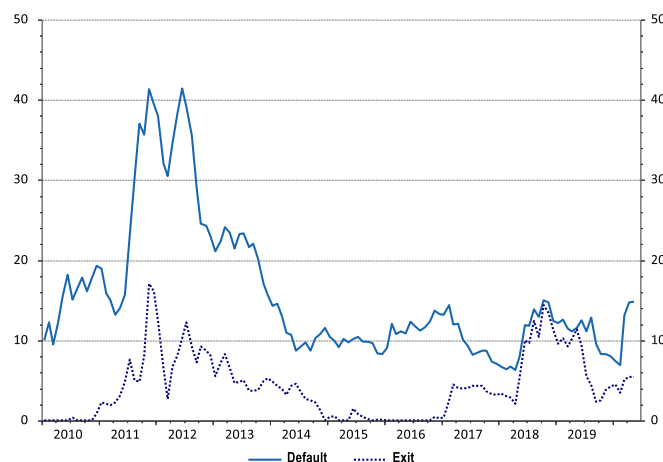


Source : OCDE

La suspension des règles du pacte de stabilité et de croissance et les interventions de l'Euro-système ont contribué à apaiser les tensions sur les marchés souverains, en particulier italien, et à accroître ainsi les marges de manœuvre budgétaires des États les plus endettés nécessaires à la relance économique, éloignant pour un temps le spectre d'une dislocation de la zone euro. Pour autant, la forte augmentation des dettes publiques, qui serait par ailleurs accentuée dans l'hypothèse où une partie significative des prêts garantis par les États n'étaient jamais remboursée, soulève nécessairement la question de leur soutenabilité à plus long terme.

<sup>47</sup> Op.cit.

**Graphique 30 : Italie : probabilité de défaut et de sortie de la zone euro**



Source : Refinitiv Datastream

Cette dernière dépendra pour beaucoup du montant et du mode de financement du plan de relance européen en cours de discussion. Conçu dans le même esprit que la proposition franco-allemande du 18 mai 2020, le projet de plan de relance « *Next Generation EU* », rendu public par la Commission européenne le 27 mai 2020, vise justement à limiter le risque que survienne une nouvelle crise souveraine mais ne préjuge en rien de l'accord final qui sera trouvé à l'issue des négociations, compte tenu de l'opposition marquée de plusieurs États-membres<sup>48</sup>. En effet, l'enveloppe prévue de 750 milliards d'euros (soit plus de 5,2 % du PIB), consisterait principalement en des subventions (500 milliards d'euros) réparties entre les pays, en fonction de l'impact qu'a eu la pandémie. Par ailleurs, le financement du plan s'effectuerait sous la forme d'une dette mutualisée, par le biais d'emprunts obligataires émis par l'Union européenne, qui plus est, sur une maturité longue, les remboursements devant s'étaler à partir de 2028 jusqu'en 2058.

Mais indépendamment du plan de relance, la question de la soutenabilité des dettes souveraines resurgira nécessairement si les règles de dette et de déficits publics du pacte de stabilité et de croissance devaient être appliquées de nouveau de manière prématurée. Au-delà de la question de la date à laquelle la suspension des règles prendra fin, une réflexion sur l'évolution des critères mêmes du pacte de stabilité pourrait être lancée. Le Comité budgétaire européen avait d'ailleurs publié, à la demande de la Commission européenne, un rapport d'évaluation des règles fiscales<sup>49</sup> à l'été 2019. La crise économique actuelle pourrait déboucher sur des propositions concrètes d'évolution. D'autres pistes pourraient du reste être envisagées, comme celle d'un cantonnement des dettes publiques détenues par la Banque centrale.

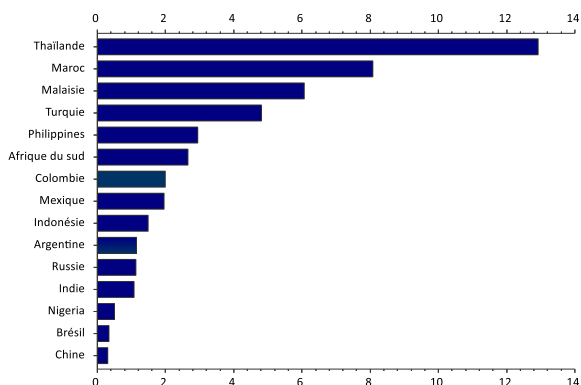
### 1.2.2. Pays émergents dans la tourmente

Dans les pays émergents, l'impact de la crise sanitaire s'avère particulièrement violent, alors que certains d'entre eux, comme le Brésil, n'avaient pas encore franchi début juin 2020 le pic épidémiologique ou restaient sous la menace d'une recrudescence de l'épidémie. Depuis le début de l'année, les pays émergents dont l'activité est fortement dépendante des exportations et du tourisme sont, en effet, particulièrement pénalisés par la baisse des flux commerciaux et de personnes (Graphique 31), tandis que les pays exportateurs de matières premières font face au repli des prix du pétrole et des autres produits de base du fait de la contraction de la demande mondiale (Graphique 32).

<sup>48</sup> Il s'agit principalement des quatre pays dits « frugaux », à savoir l'Autriche, les Pays-Bas, la Suède et le Danemark. Ces pays ont en effet formulé une contre-proposition au plan franco-allemand le 23 mai 2020, fondée sur l'octroi de prêts ponctuels et non mutualisés, conditionné au respect de contraintes budgétaires.

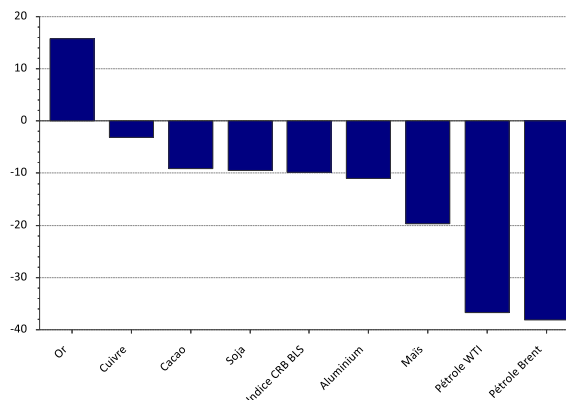
<sup>49</sup> "Assessment of EU fiscal rules", août 2019.

**Graphique 31 : Poids du secteur du tourisme dans les économies émergentes (% du PIB en 2018)**



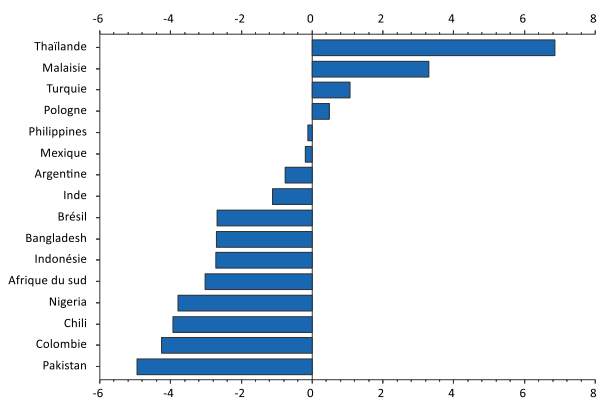
Source : Refinitiv Datastream

**Graphique 32 : Cours de matières premières (Var.depuis le début de l'année en %, données au 28/06/2020)**



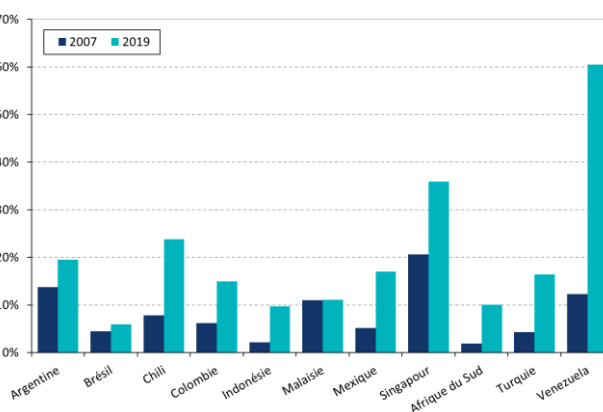
À la crise économique s'ajoute une crise financière : la résurgence de l'aversion pour le risque s'est traduite par un mouvement de fuite des capitaux étrangers, évaluée à près 100 milliards de dollars entre février et juin 2020, selon l'Institute of International Finance (IIF), soit cinq fois plus que lors de la crise de 2008 ou lors de l'épisode du *taper tantrum* en 2013. La dépréciation des devises qui en a résulté contribue à pénaliser les pays présentant des déficits courants ou des dettes externes élevées, à l'image de l'Argentine, de la Turquie, ou encore du Chili.

**Graphique 33 : Balances courantes dans les pays émergents (% du PIB en 2019)**



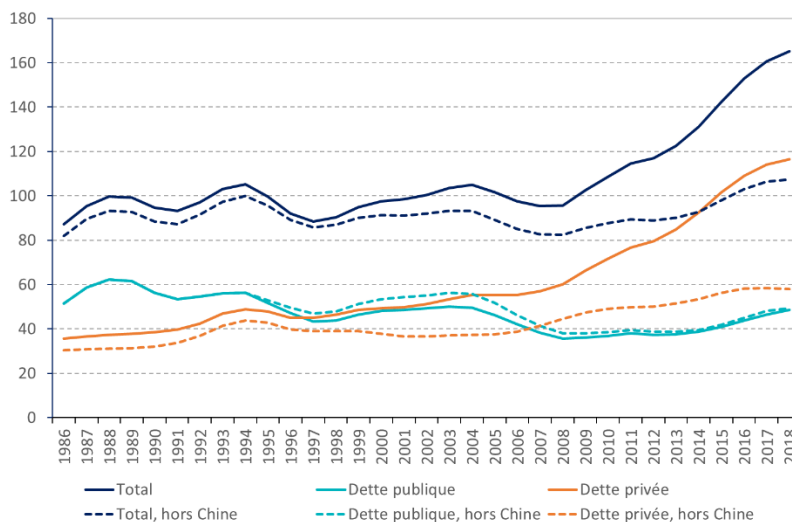
Source : Refinitiv Datastream

**Graphique 34 : Dette en dollars dans les pays émergents (% du PIB en valeur)**



Face à la crise, les politiques monétaires et budgétaires ont été assouplies mais dans des proportions variables selon les pays, en fonction des marges budgétaires dont ils disposent. Ces dernières sont particulièrement limitées en Amérique latine, mais également en Turquie et en Afrique du sud, où la dette publique s'est fortement accrue sur la dernière décennie. L'Argentine a d'ailleurs connu un nouveau défaut de paiement en mai 2020 et la restructuration de sa dette fait l'objet de négociations. De manière générale, la dette des pays émergents a connu une importante augmentation depuis la crise de 2008-2009, notamment dans le secteur privé et en Chine (Graphique 35). Ces déséquilibres devraient se creuser du fait de la crise, ce qui conduit à s'interroger sur leur possible allègement voire annulation. Sollicité par une centaine de pays pour une aide d'urgence, le FMI a plaidé pour un allègement de la dette des 76 pays les plus pauvres tandis que le G20 a décidé en avril un moratoire sur leur dette, les paiements devant intervenir en 2020 étant repoussés à 2022 et échelonnés jusqu'en 2025.

**Graphique 35 : Évolution de la dette dans les pays émergents**  
(en % du PIB)



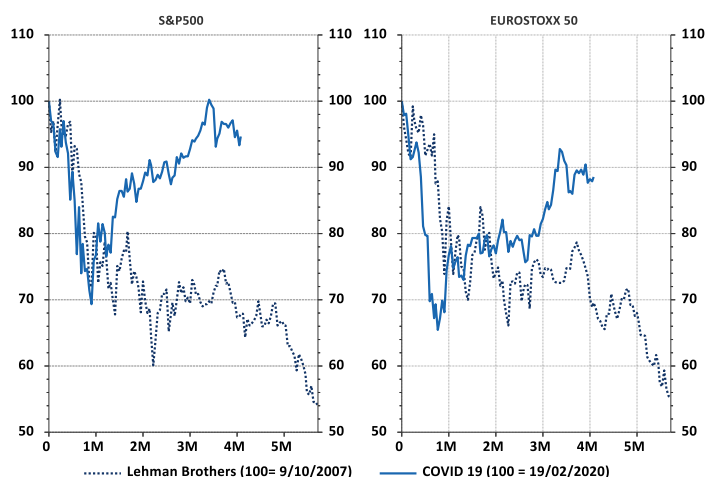
Sources : FMI, Banque mondiale

### 1.2.3. Risques de valorisation

- Malgré la correction boursière, les niveaux de valorisation demeurent élevés

Depuis la correction intervenue au premier trimestre, les valorisations boursières ont connu un rebond significatif, notamment aux États-Unis où les principaux indices boursiers avoisinaient début juin leurs plus hauts historiques atteints en février. De ce point de vue, les évolutions boursières actuelles diffèrent significativement des caractéristiques observées lors de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 (Graphique 36).

**Graphique 36 : Évolution comparée des indices boursiers lors de la crise COVID-19\* et de la faillite de Lehman Brothers**

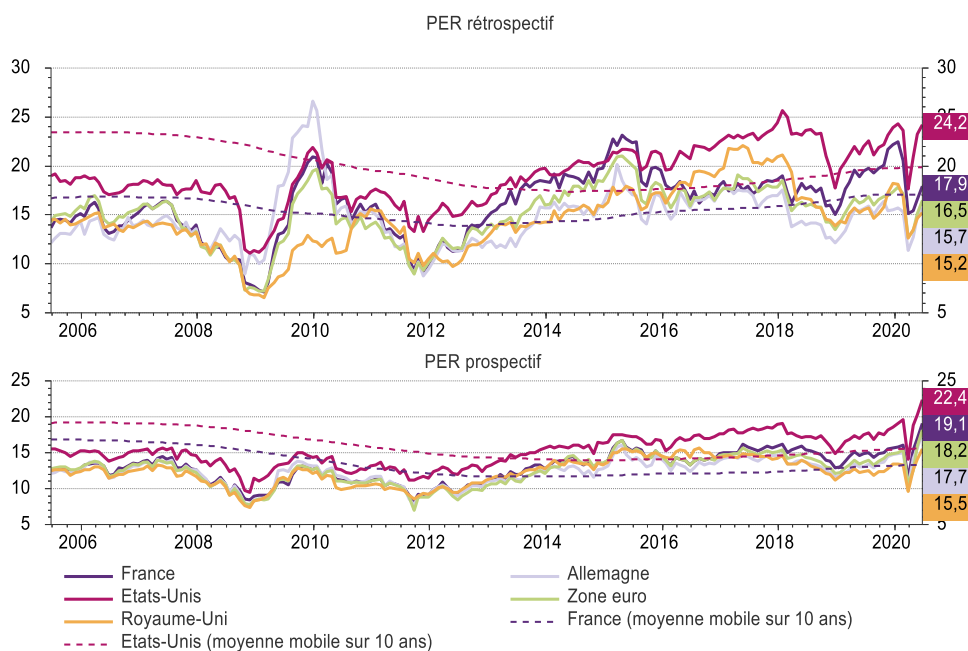


Source : Refinitiv Datastream

\* En abscisse : nombre de mois ; Dernière observation 29/06/2020

Cette évolution reflète des politiques d'investissements sélectifs dans les titres d'entreprises les moins touchées par la crise mais apparaît dé-corrélée des perspectives de croissance (Graphique 37). En effet, l'évaluation des effets de la crise sur les sociétés reste soumise à une forte incertitude, avec un risque important de révision à la baisse des bénéfices des entreprises, susceptible d'occasionner une nouvelle correction sur les marchés. Ainsi, à la mi-juin 2020, sur un échantillon constitué de 95 sociétés du SBF 120 publiant des *guidances* avant la crise, seulement 23% ont estimé pouvoir maintenir ou donner au marché une information concernant leur niveau d'activité et de résultats sur l'année 2020 dans le contexte de la crise COVID 19, celle-ci faisant souvent mention d'incertitudes demeurant importantes. Dans ce contexte, l'AMF a d'ailleurs émis des recommandations incitant à la transparence sur les hypothèses et les processus de valorisation<sup>50</sup> à l'approche des publications de comptes semestriels. Par ailleurs, des effets retardés de la crise peuvent être craints dont les impacts indirects sur les valorisations de marché restent mal appréciés, tels que les limites et les délais de l'information sur les autoentrepreneurs et les PME, des secteurs riches en emplois mais dont l'équilibre financier est souvent vulnérable, peuvent faire craindre des effets économiques de la crise de la COVID-19 sur l'économie et la valorisation des entreprises.

**Graphique 37 : Évolution du ratio Cours sur Bénéfices (Price Earning Ratios - PER)**



□ Des tendances structurelles affectent également la valorisation des actifs

Plusieurs facteurs structurels renforcent l'importance des processus de valorisation. En premier lieu, les financements non cotés, soumis à des exigences de transparence limitées, enregistrent une croissance tendancielle depuis plusieurs décennies. En particulier, le financement par actions non cotées représente désormais près de 76 % du total du financement par actions des sociétés non financières françaises (Graphique 39). L'évaluation de ces montants par la comptabilité nationale a fait l'objet de travaux d'uniformisation européens et repose sur des hypothèses conservatrices. La valeur de transaction des actions non cotées est en effet évaluée en appliquant, en tenant compte de la branche d'activité, un multiple (ratio de capitalisation) initialement calculé pour les actions

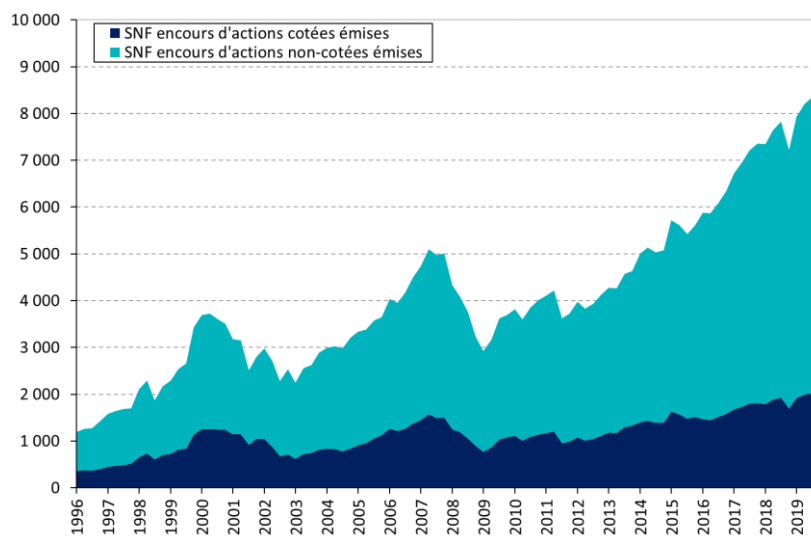
<sup>50</sup> <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/communiqués/communiqués-de-lamf/lapproche-de-lecheance-decisive-des-comptes-semestriels-lamf-souligne-quelques-principes-respecter>



cotées, à la valeur comptable de leurs fonds propres. Enfin, il est tenu compte des différences de liquidité des titres : à titre d'exemple, une décote de 25 %, correspondant à la prime de liquidité des actions cotées, est appliquée à la valeur des fonds propres des actions non cotées<sup>51</sup>.

Ce point sur la liquidité revêt une importance particulière dans le contexte de crise, où divers facteurs d'illiquidité des marchés sont susceptibles d'affecter la valeur de titres. Parmi les critères de liquidité, les investisseurs valorisent particulièrement, dans ce contexte, la capacité à négocier les titres de façon immédiate, ce qui peut se traduire par des décotes pour illiquidité importantes, de 30 à 50 % dans certains cas<sup>52</sup>.

**Graphique 38 : Financement des sociétés non financières par actions cotées et non-cotées**  
(milliards d'euros, en %)



Source : Banque de France, AMF

Un autre facteur affectant la valorisation des entreprises est lié à l'utilisation d'instruments financiers dont les processus de valorisation peuvent être complexes. En particulier le recours aux instruments financiers dérivés ou hybrides (convertibles) est de nature à introduire un risque de modèle dans la valorisation des actifs. L'entrée en vigueur des normes IFRS 9 permet de prendre en compte plus d'éléments prospectifs dans la valorisation des entreprises, mais peut également induire des risques de modèle<sup>53</sup>.

- Un besoin croissant de données extra-financières comparables et de qualité, non satisfait pour le moment et qui présente des risques pouvant obérer le développement pérenne de la finance durable

Les critères extra-financiers sont intégrés de manière croissante dans la recherche, les notations de crédit, les indices de référence et les stratégies d'investissement, rendant nécessaire la production d'information robustes et comparables. Cette question a fait -et continue de faire- l'objet de multiples initiatives aux niveaux national et international, en particulier en Europe (Tableau 2

). Des progrès sont réalisés mais de nombreux obstacles subsistent en matière de convergence opérationnelle et normative. La coexistence de nombreux référentiels, conjuguée à l'absence de certification relative à la robustesse

<sup>51</sup> [Valorisation des actions non cotées : un test européen](#) ; Bulletin 124 de la Banque de France ; avril 2004. NB : la mise en œuvre de cette méthodologie a subi des ajustements et est en cours de révision. Nadauld, Sensoy, Vorkink, Weisbach (2016); Liquidity cost of private equity investments: Evidence from secondary market transactions; NBER Working Paper 22404.

<sup>52</sup> F. Longstaff (2014); Valuing thinly traded assets; NBER Working Paper 20589.

<sup>53</sup> J. Witzany (2020) ; « *Stressing of Migration Matrices for IFRS 9 and ICAAP Calculations* », Prague University, Faculty of Finance and Accounting; Working Paper 1-2020, souligne par exemple l'importance des hypothèses sur la corrélation, et les risques de modèle induits par l'utilisation de matrices de transition de notations, là où la mise en œuvre des normes ICAAP et IFRS 9 repose sur des scénarios macroéconomiques multiples.

des données produites, contribuent en particulier à la surabondance de données non comparables et à la qualité incertaine, peu compatibles avec un développement pérenne de la finance durable. La Commission européenne a d'ailleurs demandé au Groupe consultatif européen pour l'information financière (*European Financial Reporting Advisory Group* -EFRAG) de lancer des travaux préparatoires sur les normes d'information non financière.

**Tableau 2 : Initiatives françaises et internationales, passées et en cours, en matière d'information extra-financière\***

<a href="#">Recommendations of the FSB's Task Force on climate-related financial disclosures</a> (TCFD); 29/06/17
<a href="#">Directive 2014/95/UE du Parlement européen et du Conseil concernant la publication d'informations non financières et d'informations relatives à la diversité par certaines grandes entreprises et certains groupes</a> ; 22/10/14
<a href="#">Garantir la pertinence et la qualité de l'information extra-financière des entreprises</a> , Rapport de M. Patrick de Cambourg, Président de l'Autorité des Normes Comptables, au Ministre des Finances, mai 2019
<a href="#">Quatrième rapport de l'AMF sur la responsabilité sociale, sociétale et environnementale des sociétés cotées</a> ; 14/11/19
<a href="#">European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) advice to the European commission</a> ; 30/01/20
<a href="#">European commission request to the IASB</a> to consider the re-introduction of re-cycling through the profit or loss statement of profits or losses realised upon the disposal of equity instruments measured at fair value through other comprehensive income (FVOCI); 19/03/20
3 <sup>ème</sup> rapport de l'AMF sur les approches extra-financières dans la gestion collective (à paraître)
<a href="#">EU COM Adjusted work programme</a> ; 27/05/20: <ul style="list-style-type: none"> <li>* The European Green Deal; The European climate pact (non-legislative), Q4 2020</li> <li>* Financing the sustainable transition: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Renewed sustainable finance strategy (non-legislative), Q4 2020</li> </ul> </li> <li>- Review of the non-financial reporting directive (legislative, incl. impact assessment), Q1 2021</li> <li>* Commission contribution to COP26 in Glasgow; New EU strategy on adaptation to climate change (non-legislative), Q1 2021.</li> </ul>

\* NB : ce tableau n'a pas vocation à être exhaustif mais à illustrer les progrès de la valorisation des facteurs ESG affectant les entreprises.

Source : AMF

La définition d'un *reporting* plus contraignant, faisant l'objet d'une harmonisation maximale, dans le cadre de la prochaine révision de la directive extra-financière, pourrait de ce point de vue également contribuer à des améliorations significatives.

Du fait de la complexité de l'accès direct aux informations extra-financières de chaque émetteur et de leur analyse, les fournisseurs de données extra-financières, incluant les agences de notation extra-financières et les producteurs d'indices, vont être amenés à jouer un rôle de plus en plus important vis-à-vis tant des investisseurs que des émetteurs. Le paysage de la fourniture de données extra-financières a justement connu de profondes évolutions au cours des vingt dernières années, caractérisées par l'arrivée de nouveaux acteurs, telles que les bourses de valeurs, les producteurs d'indices ou les agences de notation financières et par plusieurs mouvements de consolidation (Tableau 3). Ces derniers sont susceptibles de se traduire par des risques accrus de conflits d'intérêts et à des problèmes de pouvoir de marché, alors même que l'exercice de l'activité de fourniture de données extra-financières n'est pas réglementée.

**Tableau 3 : Principales opérations de fusions et acquisitions sur le marché de la fourniture de données ESG observées depuis 2009**

Année	Mois	Cible	Acheteur
2009	Février	Innovest (US)	Riskmetrics (US)
	Septembre	Fusion Sustainalytics (Pays-Bas)/Jantzi Research Inc. (CND)	
	Novembre	Asset 4 (Suisse) KLD (US)	Thomson Reuters (US) Riskmetrics (US)
	Décembre	New Energy Finance	Bloomberg (US)
2010	Mars	Riskmetrics (US)	MSCI (US)
2012	Juin	Responsible Resarch (Sing)	Sustainalytics (Pays-Bas)
2014	Juin	GMI Rating (US)	MSCI (US)
	Juillet	zRating (Suisse)	Inrate (Suisse)
2015	Septembre	Ethix SRI Advisors (Danemark) ESG Analytics (Suisse)	ISS (US) Sustainalytics (Pays-Bas)
	Octobre	Fusion Vigeo (FR) /Eiris (UK)	
2016	Octobre	Trucost (UK)	S&P (US)
2017	Juin	South Pole (Suisse)	ISS (US)
	Juillet	Sustainalytics (Pays-bas) – acquisition de 40 % du capital	Morningstar (US)
2018	Mars	Oekom (Allemagne) Solaron (Inde)	ISS (US) Sustainalytics (Pays-Bas)
2019	Janvier	GES International (Suède)	Sustainalytics (Pays-Bas)
	Mars	Vigeo-Eiris (FR)	Moody's Corp (US)
	Juin	Beyond Ratings (FR)	London Stock Exchange (UK)
	Juillet	Four Twenty Seven (US)	Moody's Corp (US)
	Août (en cours)	Refinitiv (ex Thomson Reuters, US)	London Stock Exchange (UK)
	Septembre	Carbon Delta (Suisse)	MSCI (US)
	Octobre	Ethical Corp (US)	S&P (US)
	Novembre	Robecosam AG-ESG Ratings Business (Suisse)	S&P (US)
2020	Janvier/Février	Ecovadis (FR)- Prises de participation minoritaire	CVC Growth Partners (US) Bain & Cie (US)
	Avril	Sustainalytics (Pays-bas) – 100 % du capital	Morningstar (US)

Source : Communiqués Sociétés

## CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS

Avec la crise COVID-19, l'ensemble de l'écosystème (prestataires, infrastructures de marché et de post-marché) a été fortement sollicité : au plus fort de la crise, entre le 10 et le 17 mars 2020, les marchés ont connu des niveaux de volatilité records, les volumes échangés journaliers ont triplé et les appels de marges ont augmenté de près de 35 %. Cet écosystème s'est montré résistant et est resté pleinement opérationnel malgré le déploiement concomitant des plans de contingence et la généralisation forcée du télétravail qui, en se prolongeant, accroît les risques cyber.

Sur les marchés actions, la forte volatilité s'est accompagnée d'une dégradation de la liquidité avec des *spreads* qui ont crû significativement et une profondeur qui a sensiblement baissé sur la deuxième moitié du mois de mars 2020. L'importante baisse des cours a par ailleurs conduit plusieurs régulateurs à interdire les nouvelles ventes à découvert entre le 17 mars et le 18 mai 2020 afin de limiter toute forme de procyclicité pouvant amplifier le caractère unidirectionnel du marché. Depuis, les conditions de liquidité se sont améliorées même si elles ne sont pas retournées à leur niveau d'avant crise. Le regain d'activité a profité à la transparence des marchés, les échanges s'étant plus concentrés sur les plateformes *lit* et durant la phase de *trading* continue (plutôt qu'au *fixing* qui avait vu sa part croître jusque-là).

C'est sur les marchés obligataires que les tensions sur la liquidité se sont montrées les plus fortes. En effet, si on observait une détérioration lente mais non préoccupante de la liquidité obligataire depuis quelques années, la crise a engendré des tensions significatives entre le 9 et le 18 mars 2020, notamment sur le segment *high yield* ainsi que celui de la dette court terme. Les annonces de la BCE, le 18 mars dernier, et le renforcement du programme d'achat de titres le 4 juin 2020 ont toutefois permis une stabilisation rapide de la situation mais, une fois de plus, à des conditions plus dégradées que celles observées en début d'année 2020.

Certains effets de ce premier moment de la crise demeurent encore à pleinement évaluer, comme l'impact de l'interdiction de nouvelles prises de positions courtes nettes, et des risques demeurent présents :

- A court terme, l'impact d'un Brexit désordonné fin décembre 2020 et les risques associés demeurent plus que jamais présents notamment dans le domaine du post-marché où le régime de résolution européen des chambres de compensation n'a toujours pas été adopté ;
- A plus long terme, les évolutions structurelles des marchés après MIF2 (transparence, équilibre entre différents moyens de transactions...) posent des questions d'autant plus importantes que les besoins de recapitalisation massifs que nécessite à terme la crise ne pourront se faire qu'avec une bonne transparence et un bon fonctionnement des marchés.

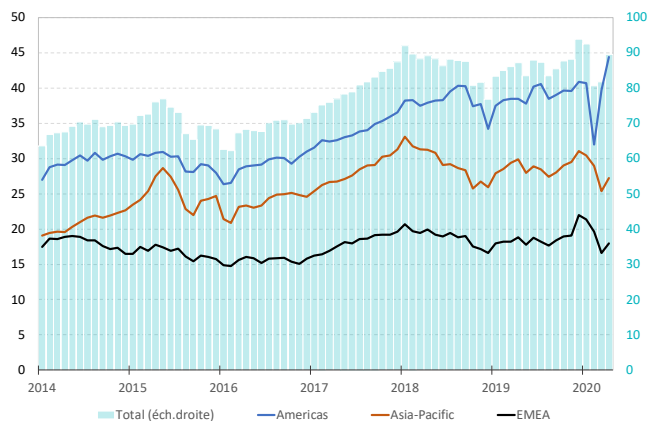
### 2.1. MARCHÉS ACTIONS

#### 2.1.1. Des capitalisations boursières en baisse et des volumes mondiaux en forte croissance depuis la crise COVID-19

Après avoir fortement augmenté en 2019 (+22 % à 93 888 milliards de dollars), la capitalisation boursière mondiale des marchés actions a enregistré une baisse de 13 % au premier trimestre 2020 consécutivement à la crise sanitaire pour tomber à 81 689 milliards d'euros.

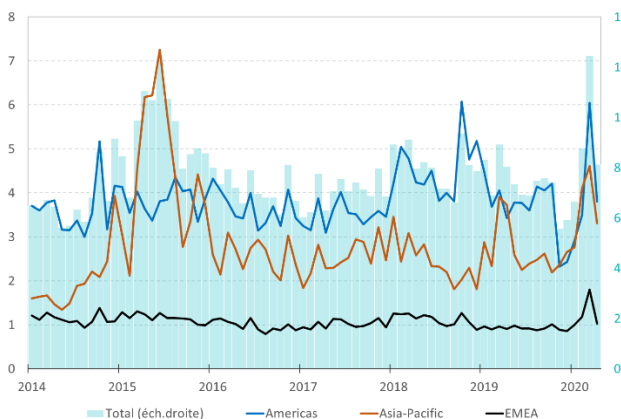
L'évolution constatée n'est toutefois pas homogène entre zones : cette baisse a particulièrement affecté les marchés asiatiques et européens dont les capitalisations ont respectivement perdu 17 % et 22 % au T1 2020. A contrario, aux États-Unis elle n'a baissé que de 0,4 %, avec une capitalisation boursière sur le New York Stock Exchange à 25 532 milliards de dollars en mars.

**Graphique 39 : Capitalisations boursières**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE, AMF

**Graphique 40 : Volumes de transactions sur actions**  
(en milliers de milliards de dollars)



À l'échelle mondiale, les volumes de transactions réalisés en 2019 dans les carnets d'ordres se sont inscrits en forte baisse (-24,5 %) par rapport à 2018. Ils ont en revanche fortement crû pendant la période de forte volatilité du premier trimestre de 2020 (+86 % à 12 400 milliards de dollars). Cette croissance est surtout venue des marchés américains (+107 %), mais aussi de la région Europe-Moyen Orient- Afrique (+75 %), les marchés d'Asie-Pacifique ayant, pour leur part, enregistré une hausse de 67 % sur la période.

### 2.1.2. Une liquidité dégradée mais un recours accru aux modes de négociation favorables à la transparence des marchés

La forte volatilité s'est accompagnée d'une dégradation significative de la liquidité des marchés actions avec des *spreads* qui ont crû jusqu'à 15 points de base et une profondeur<sup>54</sup> qui est passée de 46 000 euros en moyenne à 14 000 euros au plus fort de la crise. Même si les *spreads* se sont fortement resserrés depuis début avril, la profondeur à la meilleure limite reste impactée et est encore très loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant crise.

L'analyse des volumes échangés montrent que cette hausse s'est faite à la faveur des plates-formes transparentes (*lit* et *periodic auctions*). On observe ainsi, sur le marché français, que la part des volumes négociés sur plates-formes transparentes augmente dans la période de crise à 46,6 % en moyenne contre 43,1 % au T4 2019, atteignant en particulier ses extrêmes (jusqu'à 57 %) au cours des séances correspondant aux plus fortes baisses de l'indice<sup>55</sup>. Cette augmentation se fait au détriment des transactions réalisées de gré à gré (OTC, *over the counter*) ou via des internalisateurs systématiques (IS).

De même, sur Euronext, l'augmentation des volumes se fait à la faveur des volumes traités en continu qui représentent plus de 70 % des volumes échangés sur la plateforme en mars<sup>56</sup>. Ces tendances reflètent le fait qu'en période particulièrement volatile, les intervenants privilégient les plateformes transparentes pour assurer une exécution rapide de leurs ordres et au plus proche de la formation des prix.

Il est par ailleurs intéressant de constater que l'activité des traders haute fréquence (HFT) augmente également avec une part de marché à 38,6 % sur le premier trimestre 2020 en hausse de 3,4 % par rapport au trimestre précédent, avec des pics quotidiens qui ont atteint jusqu'à 50 % au plus fort de la crise. Ce mouvement de hausse sur les volumes échangés s'est toutefois accompagné d'une baisse de leur part de marché dans les ordres transmis au marché (à 60 % pour les acteurs *pure HFT*) et d'une relative stabilité du ratio ordres sur transactions (qui n'a pas

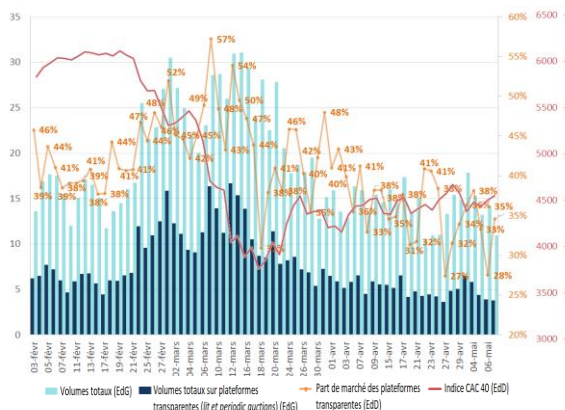
<sup>54</sup> Quantité offerte au meilleur prix.

<sup>55</sup> À l'exception de la séance du 18 mars, peut-être en lien avec l'imposition de l'interdiction de ventes à découvert (cf. section 2.1.3).

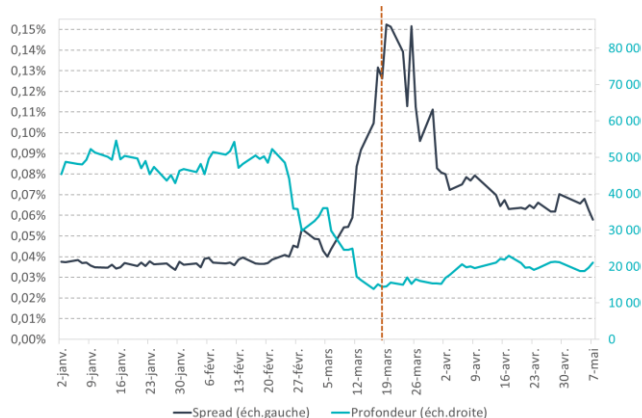
<sup>56</sup> Depuis l'entrée en vigueur de MIF2, la part de marché des volumes négociés durant le *fixing* de clôture n'a cessé d'augmenter pour atteindre jusqu'à 40 %. Voir « Importance croissante du *fixing* de clôture dans les volumes négociés sur actions », 2019, AMF, *Risques et tendances*.

dépassé 20 ordres par transaction) malgré la forte hausse de la volatilité. Cela traduit le changement de comportement des HFT dans cette période qui se sont montrés plus agressifs dans les transactions et comparativement moins prompts à modifier leurs ordres passifs compte tenu des *spreads* très élargis, réduisant ainsi leur activité de tenue de marché. Ces tendances qui se sont confirmées en mai montrent que les HFT n'ont pas retrouvé la place qu'ils occupaient avant la crise dans le carnet d'ordres.

**Graphique 41 : Évolution des volumes échangés sur plateformes Lit (en milliards d'euros, %)**



**Graphique 42 : Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite (CAC 40, en euros, %)**



Source : Refinitiv , AMF, reporting des transactions, la barre orange indique le 18 mars 2020, date de début de l'interdiction de l'accroissement des positions courtes nettes

### 2.1.3. Des marchés très directionnels qui ont conduit à interdire les nouvelles ventes à découvert

La vente à découvert (position courte) permet de vendre des actions sans les détenir, l'objectif étant ensuite d'acquérir les titres à un prix plus faible et générer ainsi un profit. Cette pratique suppose donc une anticipation de baisse des cours.

S'il est unanimement admis que les ventes à découvert participent au bon fonctionnement des marchés en apportant de la liquidité en conditions normales, leur impact en période de stress, notamment dans un marché fortement baissier, reste très discuté.

Avec la crise sanitaire, les principaux indices boursiers européens ont affiché des baisses record allant selon les juridictions de -20 % à -40 % entre le 2 mars et le 15 mars. Aussi, dans un souci de limiter toute forme de procyclicité pouvant amplifier le caractère unidirectionnel du marché, plusieurs régulateurs ont décidé d'interdire les ventes à découvert (*short selling ban*) comme le prévoit le règlement européen sur les ventes à découvert<sup>57</sup>. L'article 23 permet en effet à une autorité d'interdire temporairement la vente à découvert « lorsque le prix d'un instrument financier sur une plateforme de négociation a, en une seule journée de négociation, accusé une baisse significative par rapport au prix de clôture de la journée de négociation précédente sur cette plateforme »<sup>58</sup>. Cette autorisation n'étant valable que 72 heures au maximum, l'article 20 du règlement prévoit la possibilité de restreindre les ventes à découvert sur une période plus longue « dans des circonstances exceptionnelles »<sup>59</sup>.

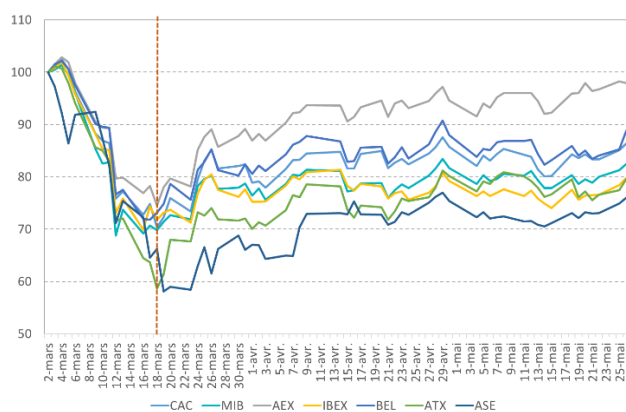
<sup>57</sup> Règlement (UE) no. 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012. L'interdiction des ventes à découvert ne porte que sur les nouvelles prises de positions. Les positions courtes nettes déjà existantes ne sont donc pas concernées.

<sup>58</sup> Par baisse significative, le dispositif européen entend une baisse de plus de 10 % pour les valeurs liquides, plus de 20 % sur les actions non liquides lorsque son prix est supérieur à 0,50 euro et plus de 40 % lorsque son prix est inférieur à 0,50 euro.

<sup>59</sup> Cette restriction peut, dans ce cas, s'appliquer à l'ensemble du marché, sans se limiter aux valeurs ayant connu une « baisse significative ».

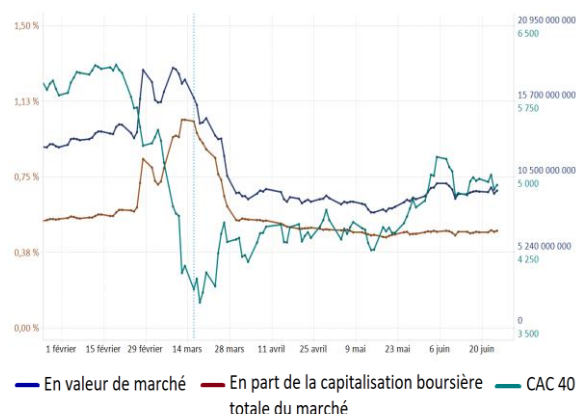
Ainsi, la France, l'Italie, l'Autriche, la Belgique, la Grèce et l'Espagne ont interdit l'accroissement des positions courtes nettes<sup>60</sup> sur toute action admise à la négociation sur les plateformes qu'ils régulent (dès lors que le marché le plus liquide est situé dans le pays concerné)<sup>61</sup>. Si l'ESMA a jugé que les dispositions prises par les autorités nationales concernées étaient « appropriées et proportionnelles », une coordination européenne, avec une interdiction sur l'ensemble des places boursières, s'est révélée impossible malgré les pouvoirs donnés à l'ESMA par le règlement<sup>62</sup>. Toutefois le seuil de déclaration des positions courtes nettes aux régulateurs a été abaissé au niveau européen et est passé de 0,2 % à 0,1 %<sup>63</sup>. L'ensemble des pays concernés ont néanmoins œuvré à une sortie ordonnée du *short selling ban* et ont levé l'interdiction à compter du 19 mai 2020.

**Graphique 43 : Évolution des principaux indices boursiers européens (base 100 au 2 mars 2020)**



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

**Graphique 44 : Évolution des positions courtes nettes déclarées sur valeurs françaises (en millions d'euros, % de la capitalisation)**



Ainsi, au début du trimestre, les positions courtes déclarées à l'AMF (supérieures à 0,20 %) représentaient environ 0,50 % de la capitalisation totale du marché. La crise de la COVID-19 a dans un premier temps quasiment fait doubler ce ratio, avant que les mesures de *short selling ban* et la normalisation des conditions de marché conduisent à la réduction du ratio, revenu désormais sous son niveau pré-crise.

De nombreuses voix<sup>64</sup> se sont élevées contre la mise en œuvre de cette mesure mettant en avant les analyses académiques menées sur les précédentes interdictions mises en œuvre (notamment à la suite de la crise de 2008 ou durant les crises des dettes souveraines européennes), qui concluent à une détérioration significative de la liquidité et une hausse de l'inefficience des prix<sup>65</sup> pour les titres concernés.

Il conviendra néanmoins de noter que, contrairement aux expériences passées, comme en 2011 pour les valeurs du secteur financier, cette interdiction n'a pas visé un secteur ou un nombre de titres restreints mais l'ensemble des titres des marchés concernés. Le fait que d'autres juridictions, dont des marchés affichant des caractéristiques proches n'aient pas décidé d'appliquer l'interdiction, devrait permettre de disposer d'un scénario contrefactuel

<sup>60</sup> Cette interdiction a, pour la plupart, était annoncée le 17 mars pour une application le 18 mars pour la durée de la séance comme le prévoit l'article 23 puis a été étendue à plusieurs reprises sur des périodes plus longues en application de l'article 20.

<sup>61</sup> L'interdiction restreint également la faculté d'effectuer des transactions sur les instruments financiers pris en compte dans le calcul de la position courte nette, à savoir certains produits dérivés dont le sous-jacent est l'une des actions concernées ou un indice lorsque le poids des actions visées par l'interdiction représente plus de 50 % du panier d'actions sous-jacent à l'indice.

<sup>62</sup> Article 26 du règlement.

<sup>63</sup> Le règlement prévoit, en effet, que toute personne physique ou morale détentrice d'une position courte nette égale ou supérieure à 0,2 % du capital d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché européen, et dès lors que le marché principal de l'action considérée est situé en Europe, déclare cette position à l'autorité compétente dans un délai d'un jour de négociation.

<sup>64</sup> Voir par exemple, la *World Federation of Exchanges*, "What does academic research say about short-selling bans?", avril 2020.

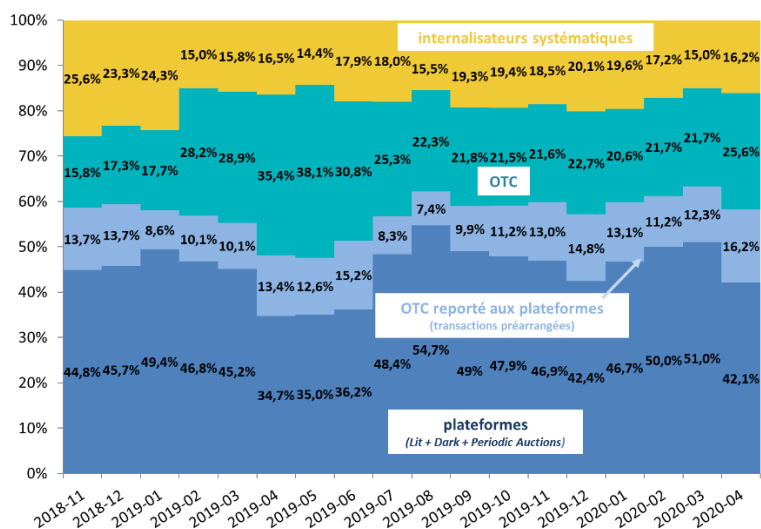
<sup>65</sup> Voir notamment Beber, Pagano, "Short-Selling Bans Around the World: Evidence from the 2007–09 Crisis", 2013, *Journal of Finance*.

pertinent afin d'évaluer les effets de cette mesure. Il conviendra donc de mener une analyse rigoureuse et prudente afin de déterminer si cette interdiction a eu un impact sur le fonctionnement du marché.

#### 2.1.4. Des mutations structurelles qui se poursuivent et appellent à une révision de la directive MIF2

Deux ans après l'entrée en vigueur de MIF2, la structure des marchés actions a profondément été modifiée avec une émergence des internalisateurs systématiques (IS) qui se confirme<sup>66</sup>.

**Graphique 45 : Évolution des parts de marché par lieu d'exécution**  
(part de marché en montants échangés)



Source : Refinitiv

Sur le marché français, les internalisateurs systématiques<sup>67</sup> totalisent une part de marché qui oscille désormais entre 15 % et 20 % selon les mois. Il apparaît néanmoins que l'apport des IS à la transparence et donc dans le processus de formation des prix reste très limité :

- seule la moitié de ces volumes participe à la formation des prix (*price forming*), soit entre 8 % et 10 % des volumes totaux échangés sur les actions françaises ;
- une analyse des prix et quantités offertes publiquement révèle qu'une grande part de l'activité des IS ne fait pas l'objet d'une transparence pré-transaction : seuls 22 % des montants échangés sur IS durant la phase continue font l'objet d'une transparence pré-transaction pour les valeurs françaises liquides. Cette proportion équivaut à 1,4 % des montants totaux échangés sur le marché durant cette phase sur ces mêmes valeurs ;
- 40 % des volumes échangés sur les IS ne respectent en septembre 2019 le régime harmonisé du pas de cotation<sup>68</sup> qui leur est désormais appliqué depuis fin juin 2020 ;
- Par ailleurs, sur la moitié des volumes *price forming*, 46 % des montants traités sur les IS se feraient à un prix amélioré par rapport à celui d'Euronext, dont 12 % avec une amélioration significative (supérieure à 1 *tick*).

Quant aux *periodic auctions*, elles poursuivent tout de même leur progression et représentent désormais près de 4 % des volumes échangés sur plates-formes (contre 0,5 % début 2018). Lors des phases d'enchères (*auction calls periods*), l'opérateur collecte les offres de vente et les offres d'achat. Au terme de cette phase, un déboucement des ordres (*uncrossing*) au prix qui maximise le volume de transactions est opéré selon des règles de priorité qui

<sup>66</sup> Pour une analyse détaillée, voir « Les internalisateurs systématiques : leur rôle dans la structure du marché actions et dans la formation du prix », AMF, mai 2020.

<sup>67</sup> Au nombre de 36, les IS peuvent être soit des banques d'investissement soit des apporteurs de liquidité électroniques à haute fréquence.

<sup>68</sup> Introduit avec MIF2, l'harmonisation des pas de cotation cherche à réduire le bruit et équilibrer l'écosystème des intervenants sur les plates-formes où le prix se forme. Les IS n'étaient pas soumis à ce nouveau régime mais le seront à compter de fin juin 2020.



peuvent différer selon les plates-formes. À la différence des plates-formes fonctionnant avec un carnet d'ordres central, les opérateurs d'enchères périodiques sont uniquement tenus de divulguer le prix et les volumes indicatifs pour la vente aux enchères. Leur niveau de transparence pré-transaction est donc beaucoup plus limité.

Ces mutations, avec le poids joué par les IS et les *periodic auctions*, questionnent sur l'apport de MIF2 en termes de transparence des marchés et d'équilibre du corpus réglementaire applicable aux différents moyens de transactions. Ces questions se posent d'ailleurs non seulement pour les marchés actions mais aussi pour les marchés non actions et notamment sur le segment obligataire. Une analyse des mesures de transparence introduites par les nouveaux textes sur l'obligataire, et notamment sur les conditions d'accès et l'utilisation des données de transparence post-transaction par les intervenants de marché, montre en effet que la transparence des transactions est aujourd'hui insuffisamment accessible, fiable et pertinente pour que les investisseurs s'en saisissent pleinement.<sup>69</sup>

Ces évolutions sont actuellement à l'étude et font l'objet d'une consultation lancée par la Commission européenne en vue d'une révision technique du cadre réglementaire.

### 2.1.5. Les *autocalls* : une matérialisation des risques de marché et une potentielle source de risque pour la stabilité financière

Les impacts de la crise de la COVID-19 sur les marchés ont mis en exergue les vulnérabilités liées à certains types de produits, notamment aux *autocalls*.

#### □ Caractéristiques des *autocalls*

Les *autocalls* sont des produits de dette structurée (EMTN) en général référencés à des actions ou indices d'actions. Leur nom traduit une possibilité de « rappel avant maturité » : typiquement, si l'indice sous-jacent excède, aux échéances périodiques préétablies, son niveau au moment de l'émission du produit, ce dernier verse un coupon souvent élevé (par exemple de 8 à 10 % par an) à ses investisseurs, et l'*autocall* expire prématurément. À défaut, il expire à maturité. À cette échéance, plusieurs cas sont possibles : soit un niveau élevé du sous-jacent justifie un paiement de coupon, c'est-à-dire une baisse limitée du sous-jacent active une garantie en capital, soit, en cas de forte baisse du sous-jacent, la protection contre les risques extrêmes est désactivée et une perte en capital est réalisée à proportion de la baisse du sous-jacent depuis l'émission du produit (Graphique 8). En réalité, les probabilités de gain sont surtout concentrées sur la 1<sup>ère</sup> date de versement de coupon et la date d'expiration, les pertes en capital n'étant réalisées qu'à maturité (Graphique 47).

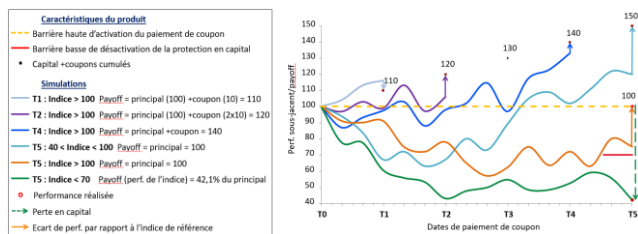
Tableau 4 : Exemple d'une structure type d'*autocall*

<b>Date d'émission</b>	T <sub>0</sub> - en début d'année 1
<b>Date de maturité</b>	Fin d'année 5 (T5)
<b>Remboursement anticipé</b>	Remboursement anticipé à : <b>100% + i x 10.0%</b> <b>la 1<sup>ère</sup> année i = 1 à 5 où l'EURO STOXX 50 est supérieur ou égal à son cours initial</b>
<b>Remboursement à échéance</b>	Si l'indice est <b>supérieur ou égal à son cours initial</b> , remboursement final à hauteur de 150% de l'investissement initial en fin d'année 5  Ou si le <b>niveau final de l'indice est en baisse d'au plus 30%</b> par rapport à son niveau initial remboursement du principal (100%, pas de gain)  Sinon, si l'indice est <b>strictement inférieur à 70% du cours initial</b> remboursement à 100% amputé de la performance négative de l'indice

Source : AMF.

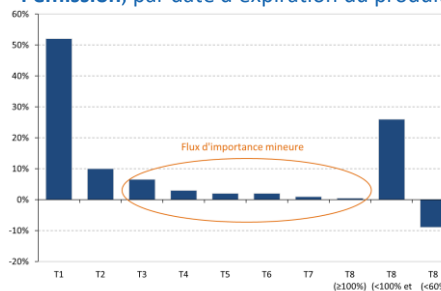
<sup>69</sup> Voir « État des lieux de la transparence obligataire sous MIF2 », mai 2020, AMF.

**Graphique 46 : Simulations de performance d'un autocall (maturité 5 ans, coupon 10%, protection en capital : 70 %)**



Source : AMF - Simulations du gain ou de la perte réalisée par l'investisseur selon la trajectoire de l'indice de référence du produit. Chaque courbe/couleur indique une trajectoire d'indice de référence. La légende indique le montant du gain ou de la perte en capital selon la trajectoire.

**Graphique 47 : Exemple de flux de paiements probabilisés à l'émission, par date d'expiration du produit**



Source : Rothschild - Les dates de paiement de coupon (e.g. années) sont en abscisse. A expiration (année 8), la probabilité de paiement de coupon est très faible, l'exercice d'une garantie en capital probable, et la probabilité de perte en capital plus réduite mais non négligeable.

Les *autocalls* sont structurés, émis et distribués surtout par des banques d'investissement, principalement auprès de particuliers mais aussi auprès de clientèles institutionnelles ou de gestions de fortune. Le marché s'est beaucoup développé dans certains pays dans le contexte de taux bas et de recherche de rendement, historiquement au Japon et depuis quelques années en Corée du Sud et, plus récemment, en France du fait d'une promotion active.

En effet, contrastant avec le reste du marché des produits structurés, la commercialisation en France d'*autocalls* est en progression constante depuis 15 ans. Ainsi, on dénombrait plus de 1 000 *autocalls* commercialisés entre janvier et novembre 2018 représentant un volume de 10,6 milliards d'euros<sup>70</sup>.

□ Une structure et une valorisation complexes sources de risques

Ces produits exposent les producteurs aux risques en *delta* (sensibilité de la valeur du produit aux variations de cours du sous-jacent) et en *vega* (sensibilité à la volatilité du cours du sous-jacent). Cette exposition est par ailleurs fortement non-linéaire et les couvertures induites varient, quoique différemment, à l'approche des barrières de protection en capital :

- **Delta** : une baisse de cours du sous-jacent vers les barrières de protection réduit fortement et discontinûment le *delta*, donc le besoin de se couvrir par des options *put down and in*. L'émetteur revend donc sa couverture.
- **Vega** : exposé au risque de volatilité (*vega* positif), l'émetteur couvre typiquement cette exposition (vente de volatilité) par des options de même maturité que l'*autocall*, dont le *strike* est proche de 90% du niveau du sous-jacent lors de l'émission. L'incertitude sur la durée de vie résiduelle du produit exige alors une couverture très dynamique, générant des flux majeurs d'options sur la volatilité du sous-jacent. Proche de la barrière basse, l'émetteur vend sa couverture sur des échéances longues pour profiter des mouvements du sous-jacent, et à l'approche de la barrière haute (déclenchant le paiement de coupon et l'expiration du produit), il la vend pour acheter des couvertures du risque de paiement de coupon à court terme. Ces opérations ont des effets sur :

- la structure par terme de la volatilité : la maturité anticipée du produit décroît lorsque le sous-jacent dépasse, à la hausse, la barrière haute (c'est-à-dire la probabilité de rappel du produit croît). Il faut alors racheter des couvertures longues et « vendre de la volatilité » plus courte. L'inverse s'observe lorsque le sous-jacent se rapproche de la barrière basse, avec un besoin de vendre de la volatilité longue et acheter de la volatilité courte. Ces flux ont des impacts significatifs sur la structure par terme de la volatilité ;
- le *smile* de volatilité, qui caractérise l'hétérogénéité des valorisations de la volatilité implicite par les options : près de la barrière haute, le rappel probable incite l'émetteur à couvrir sa position par des options d'achat (*calls*). Inversement, près de la barrière basse, l'activation probable des options de

<sup>70</sup> Source : étude AMF.

vente (*puts*) oblige à vendre la couverture. Les émetteurs exercent ainsi une forte pression sur le *smile* vendeur de *put*-acheteur de *call*.

De façon générale, **ces flux de couverture présentent des risques tendant à concentrer des volumes de transactions importants dans le temps et sur les dérivés pour lesquels un marché secondaire existe, souvent celui de l'Euro STOXX 50**. L'importance de ces flux de couverture rend donc la gestion des risques des *autocalls* dépendante du développement et de la liquidité des marchés de dérivés concernés, dans un contexte où l'offre de protection -les contreparties de marché naturelles- des *autocalls* peuvent être rares. Les opérations de couverture peuvent donc avoir des impacts de marché importants, surtout sur les marchés à terme étroits, ou par leur concentration au *fixing* de clôture. Ils peuvent alors être auto-amplifiés par effet rétroactif du cours des dérivés sur le besoin de couverture, voire amplifier à nouveau les variations de cours de l'indice sous-jacent (effets de « second tour »). L'impact de ces ventes sur les prix des options peut en outre être exacerbée par les intervenants de marché qui les anticipent.

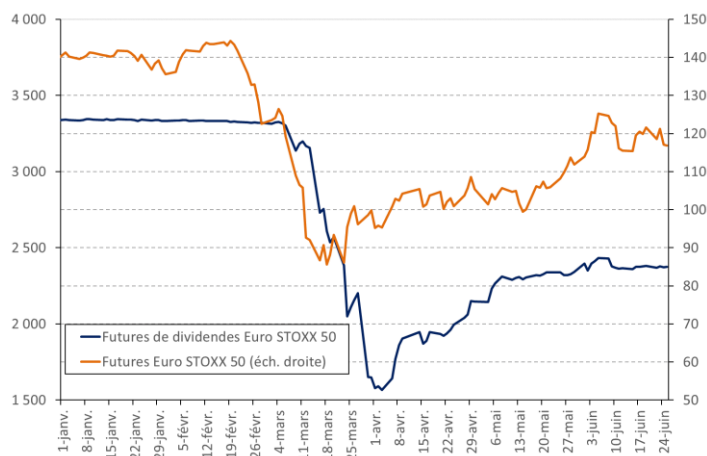
**Ces phénomènes induisent des risques pour la stabilité des marchés.** Il est lié à la couverture dynamique des expositions par les émetteurs d'*autocalls* qui est détaillée ci-après et qui engendre des mouvements de grande ampleur au voisinage de certains seuils, mouvements qui peuvent dépasser la capacité d'absorption des marchés et déclencher un cercle vicieux. En effet, les effets de seuil de la couverture des risques en *delta*, comme celle des risques en *vega*, peuvent avoir des effets prononcés sur les équilibres des marchés, en particulier ceux de dérivés référencés à l'Euro STOXX 50. L'impact de marché des dénouements de positions peut de surcroît, être amplifié par l'effet rétroactif des variations de cours des dérivés sur le besoin de couverture. Un effet additionnel est par ailleurs lié à la forte sensibilité de la valeur des produits aux anticipations de dividendes, une sensibilité qui croît beaucoup lorsque que le cours du sous-jacent baisse car la durée de vie probable du produit augmente. Il en résulte en général une gestion dynamique des expositions sur les marchés de *futures* (ou *swaps* OTC) de dividendes, des marchés peu liquides par défaut d'acheteurs naturels, donc dépendants de la fourniture de liquidité par des intermédiaires de marché, et vulnérables au stress. Les fortes baisses d'indice peuvent donc aussi avoir des impacts significatifs sur le marché des *futures* de dividendes.

Ces risques ont été illustrés dans le passé par diverses crises : celle de 2012 des *Uridashi* japonais (sur l'indice Nikkei), des *autocalls* coréens en 2014-2015 (sur l'indice Hang Seng CE), de Natixis au dernier trimestre 2018 (perte de 265 millions d'euros sur des produits coréens). Ils se sont à nouveau matérialisés pendant la crise de la COVID-19. En Europe, les cours des principaux indices ont traversé une zone critique dite de « *peak vega* » conduisant à revendre les couvertures de volatilité. L'approche des barrières de protection en capital a induit des reventes de couverture optionnelle du risque en *delta*. La révision des perspectives sur les dividendes –pour les valeurs de l'Euro STOXX 50 à la baisse de 50 % entre fin février et début avril 2020- a eu des impacts significatifs sur le marché des *futures* de dividende. Ces ventes massives de couverture ont ainsi eu lieu de façon concomitante<sup>71</sup> aux baisses de cours des indices. Par exemple, la baisse de 38 % du cours de l'Euro STOXX 50 s'est traduite par une baisse de 60 % du *future* de dividendes Euro STOXX 50 d'échéance 2021 (Graphique 48). Ces évolutions de marché adverses se sont traduites par la réalisation de pertes substantielles par les opérateurs. En particulier, les grandes banques françaises ont enregistré des pertes significatives sur leur activité de négociation de dérivés d'actions<sup>72</sup>, certaines toutefois aussi pour ne pas avoir couvert le risque de dividende. Ces pertes semblent conduire certaines banques à réviser la dépendance de leur *business model* aux activités concernées.

<sup>71</sup> Il reste difficile de démontrer positivement une causalité.

<sup>72</sup> Société Générale SA et BNP Paribas SA ont toutes deux fait état de perte d'environ €200 millions d'euros sur leurs activités de produits structurés au premier trimestre de 2020. Cf. *Financial News; Here's how French banks lost big in the complex world of structured finance*; 15/05/20.

**Graphique 48 : Futures sur EURO STOXX 50 et dividendes EURO STOXX 50**



Source : Refinitiv, AMF

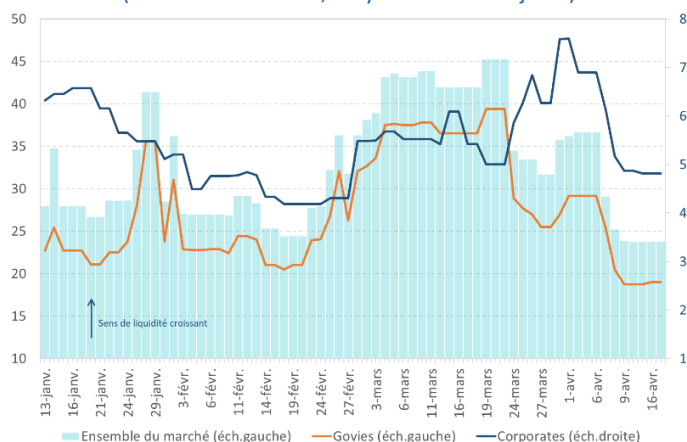
## 2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES

### 2.2.1. Une liquidité des marchés qui se dégrade sensiblement au plus fort de la crise et qui pousse les banques centrales à intervenir massivement sur les marchés

- Des indicateurs de liquidité qui se détériorent significativement avant l'annonce de l'intervention de l'Eurosystème

L'évaluation du niveau de liquidité des marchés obligataires se fait à travers le suivi de trois indicateurs complémentaires illustrant trois facettes différentes de la liquidité<sup>73</sup> : les volumes échangés, le nombre d'obligations différentes qui sont échangées par jour et enfin l'écart interquartile des prix de transaction observés sur une journée de transactions, qui donne une mesure de la dispersion des prix auxquels les titres les plus liquides ont été échangés.

**Graphique 49 : Volumes échangés sur les marchés obligataires français (en milliards d'euros, moyenne mobile 5 jours)**



Source : AMF, reporting des transactions

<sup>73</sup> voir O.Guéant, « Mesurer la liquidité sur le marché des obligations d'entreprises », AMF, avril 2020.

Comme pour les marchés actions, les volumes échangés ont connu une hausse significative durant la crise. Ils ont ainsi atteint une moyenne journalière de 42 milliards d’euros sur les trois premières semaines de mars contre 28 milliards avant la crise. Ce pic d’activité se retrouve également dans le nombre d’obligations différentes qui ont effectivement été échangées par jour, qui passe de 1 200 titres avant le début de la crise à 1 350 titres jusqu’à l’annonce du programme d’achat par la BCE le 18 mars 2020 (cf. infra). A la suite de cette annonce, les deux indicateurs ont baissé pour revenir à leurs niveaux d’avant crise. Cependant, les mouvements observés ne sont pas identiques pour les dettes souveraines et les dettes émises par des entités privées. Si les volumes, ainsi que le nombre d’obligations échangées durant la crise, ont crû pour les deux types de dettes, ils ont continué à croître pour les obligations *corporates* tout en se concentrant sur un nombre d’obligations plus restreintes après l’annonce de la BCE, pour se stabiliser, à compter de mi-avril, à leur niveau d’avant crise. De même, l’augmentation des volumes observée après le début des interventions de l’Eurosystème s’est faite à la faveur des titres *investment grades*, seuls éligibles aux programmes d’achat de titres *corporates*.

**Graphique 50 : Nombre d’obligations différentes échangées au cours de la journée**  
(médiane mobile – 5 jours)



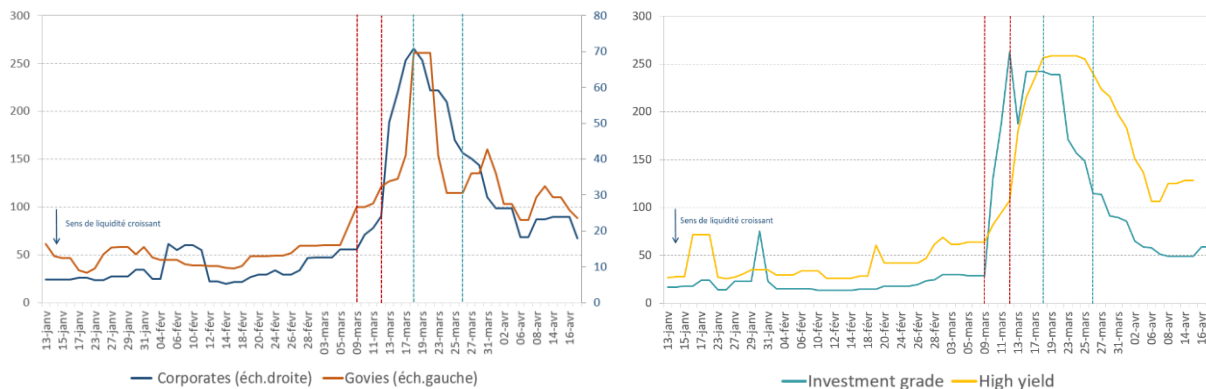
Source : AMF, reporting des transactions. La barre verte correspond au 18 mars, date de l’annonce du PEPP et des mesures BCE contre la crise.

L’écart interquartile des prix constitue une mesure directe du coût lié à la consommation de la liquidité. En effet, contrairement à une mesure qui considérerait les *spreads* affichés par les teneurs de marchés, cet indicateur se base sur les prix effectivement pratiqués. Ceci est d’autant plus important que, en période de crise, il n’est pas rare d’observer une différence significative entre les prix affichés et les prix auxquels les transactions se font réellement sur le marché<sup>74</sup>.

L’analyse de cet indicateur révèle que les prix pratiqués se sont dégradés brutalement dès le début du mois de mars, avec le choc engendré sur le marché par la chute des cours du pétrole le 9 mars et ne se sont détendus qu’à compter de l’annonce de l’intervention de la BCE le 18 mars. Ainsi, sur le segment *corporates*, l’écart de prix médian observé passe d’environ 45 pb à plus de 250 pb au plus fort de la crise. De même l’écart de prix observé sur la dette souveraine bondit à 70 pb contre 12 pb sur la même période. Une prise en compte de la qualité de crédit laisse apparaître une dégradation de même ampleur pour les dettes *investment grade* et *high yield*. Toutefois, si après l’annonce de la BCE une détente est observée sur ces deux segments, la stabilisation s’est faite à des niveaux supérieurs à ceux observés avant la crise. De plus, elle s’est faite à la défaveur des titres *high yield* qui affichent un écart de prix de 50 pb supérieur de 75 pb à celui observés sur les titres *investment grade*.

<sup>74</sup> Voir « Étude sur la liquidité des marchés obligataires français », 2015, AMF, Risques et tendances et « Mesurer la liquidité sur le marché des obligations d’entreprises », 2019, AMF, Risques et tendances.

**Graphique 51 : 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).

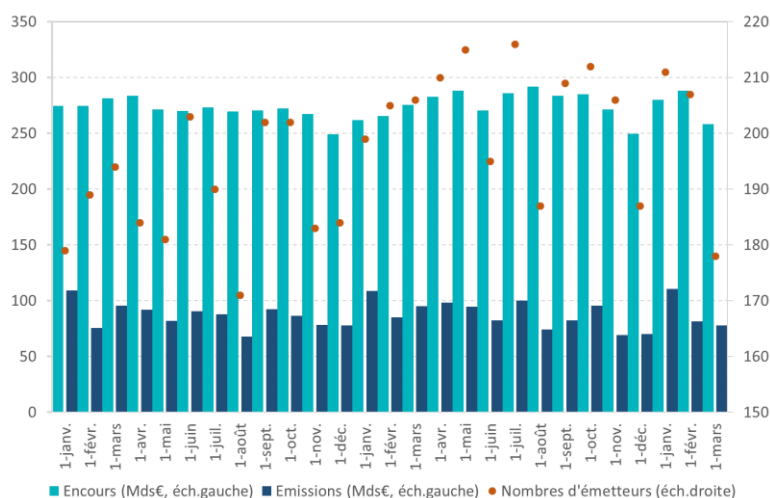
Les barres vertes correspondent au 18 mars, date de l'annonce du PEPP et des mesures BCE contre la crise, et au 26 mars date du début effectif des programmes.

□ Un marché de la dette court terme particulièrement impacté

Le marché des titres négociables à court terme (NEU CP - *Negotiable European Commercial Paper*) est utilisé par les entreprises financières et non financières pour couvrir leurs besoins de financement à court terme. Le papier commercial émis sur ce marché est un instrument de dette non garanti dont la maturité est généralement bien inférieure à un an. Il constitue par ailleurs un marché clé pour les fonds monétaires qui sont d'importants acheteurs de dettes court terme financières et non financières.

L'encours du marché européen s'élève à 420 milliards d'euros dont 75 milliards émis par des émetteurs *corporates*. Le marché français représente une part significative de ces montants avec 275 milliards d'euros d'encours et plus particulièrement sur le segment *corporates* dont l'encours français s'élève à 57 milliards d'euros, soit 75 % du marché européen.

**Graphique 52 : Évolution du marché des NEU CP français**  
(milliards d'euros, nombre d'émetteurs)



Source : Banque de France

Dès le début de la crise, ce marché a connu d'importantes perturbations sous la conjonction de trois facteurs :

- des rachats importants pour les fonds monétaires (46 milliards d'euros en mars, cf. chapitre 3) qui ont augmenté les besoins de liquidité de ces fonds exerçant ainsi une pression significative sur le marché des NEU CP<sup>75</sup>;
- une absence d'animation du marché par les institutions financières qui ont été peu présentes à l'émission et peu enclines à racheter de la dette, ou à des prix jugés très dégradés, non seulement sur le segment des dettes émises par les *corporates* mais aussi sur leurs propres titres ;
- enfin, une préférence des gérants pour la liquidité qui souhaitaient s'assurer de pouvoir faire face à d'éventuelles nouvelles vagues de rachats, limitant en conséquence la demande pour les émissions venant des *corporates* sur des maturités plus longues.

Ainsi, au 13 mars, alors que plus de 3 milliards d'euros avaient été émis en un jour par les *corporate*, ces derniers n'émettaient plus que 700 millions d'euros par jour la semaine du 16 mars et une moyenne de 170 millions la semaine suivante avant le début des achats de l'Eurosystème<sup>76</sup>.

Face à cette situation, la Banque centrale européenne a décidé de rendre éligibles au programme d'achats les titres de dettes court terme de qualité de crédit suffisante (Encadré 3).

Dans un premier temps, malgré l'intervention de la BCE, les achats de l'Eurosystème ont peiné à :

- favoriser le redémarrage des émissions sur les maturités les plus longues (plus de 3 mois) ;
- créer indirectement de l'intérêt pour les segments de titres non couverts pour le programme.

La situation s'est significativement détendue depuis mi-avril avec un montant d'émission globalement en hausse, et de nouvelles émissions sur des maturités un peu plus longues. Toutefois, dans le contexte actuel de crise et de besoin de trésorerie croissant pour les entreprises, le déficit d'émission pour les *corporates* françaises est estimé à 10 milliards d'euros par l'AFTE (Association française des trésoriers d'entreprises).

### Encadré 3 : Une intervention massive de la Banque centrale européenne sur les marchés de dette afin de soutenir la liquidité

Le 12 mars 2020, face aux retombées économique de la crise sanitaire, La Banque centrale européenne a annoncé une première série de mesures de soutien dont une expansion du programme d'achats d'actifs (APP, *Asset Purchase Programme*) de 120 milliards d'euros d'ici fin 2020 au profit des titres du secteur privés<sup>77</sup>.

Ces mesures, manifestement jugées insuffisantes compte tenu de leur accueil très négatif par les marchés<sup>78</sup>, ainsi que l'aggravation des conditions sur les marchés et les perspectives économiques ont poussé la BCE à accentuer sa politique de soutien.

Ainsi, le 18 mars 2020, la BCE annonçait le lancement d'un nouveau programme d'achats d'actifs, le *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) de 750 milliards d'euros investis dans des titres de dettes souveraines et *corporate*, qui vient s'ajouter à l'APP. Le 4 juin, la BCE a annoncé une extension du PEPP de 600 milliards d'euros, soit un total de 1 350 milliards d'euros alloués avec des achats effectués jusqu'au moins fin juin 2021. Ces achats portent sur toutes les catégories d'actifs éligibles au programme d'achats d'actifs (APP) existant. De plus :

- pour la première fois les titres de dette à court terme, dont la qualité de crédit est suffisante, deviennent également éligibles aux achats<sup>79</sup> ;
- une dérogation aux critères d'éligibilité pour les titres émis par le gouvernement grec est accordée pour les achats réalisés dans le cadre du PEPP.

Ainsi, depuis le début de la crise l'Eurosystème a acheté depuis le 26 mars 2020, plus de 12 milliards d'actifs du secteur privé dans le cadre du CSPP, près de 70 milliards d'euros de dette souveraine dans le cadre du PSPP (*Public Purchase Programme*)

<sup>75</sup> En temps normal, les fonds monétaires arrivent à honorer leurs rachats avec les liquidités générées par les titres arrivés à échéance.

<sup>76</sup> Source : Association française des trésoriers d'entreprise. Option Finance, « La paralysie du marché des NEU CP préoccupe les entreprises », 3 avril 2020.

<sup>77</sup> Le programme d'achats de titres du secteur privé (CSPP, *Corporate Sector Programme*), une des composantes de l'APP lancé en 2016, avait pris fin en décembre 2018. Il avait été réactivé depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2019 pour un montant de 20 milliards d'euros par mois.

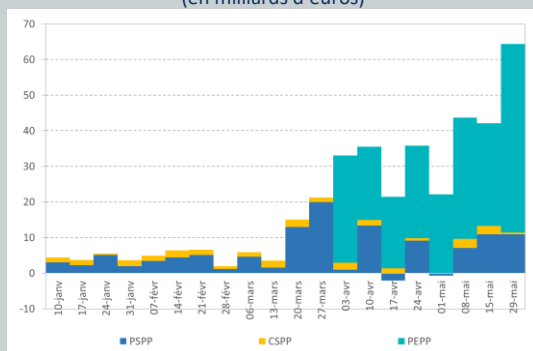
<sup>78</sup> Les États-Unis interdisaient le même jour l'accès à leur territoire aux ressortissants de la majeure partie des pays de l'Union. Le CAC 40 a affiché la plus forte baisse de son histoire lors de la séance du 12 mars à -12,28 %.

<sup>79</sup> D'après la BCE, les titres français représentent 80 % des titres éligibles au CSPP et 10 % pour les *corporates* belges.

et près de 235 milliards d'euros d'actifs dans le cadre du nouveau PEPP (dont 80% de titres de dettes souveraines, 5 % de titres obligataires *corporate*, 14% de *commercial papers* et 1% de *covered bonds*).

Si une large partie des achats a eu pour but de soutenir les marchés secondaires au mois de mars, l'Eurosystème est intervenu plus amplement sur le marché primaire au mois d'avril en profitant du rebond des émissions.

**Graphique 53 : Évolution des montants achetés par programme**  
(en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne

**Tableau 5 : Répartition des achats de l'Eurosystème**  
(en milliards d'euros, au 29 mai 2020)

Programme	Détention	%
Public sector purchase programme (PSPP)	2 218,20	74%
Corporate sector purchase programme (CSPP)	212,50	7%
Pandemic Emergency purchase programme (PEPP)	234,70	8%
Covered bond purchase programme (CBPP)	281,50	9%
Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)	30,90	1%
<b>Total Programmes d'achats</b>	<b>2 977,80</b>	<b>100%</b>

### 2.2.2. Le marché repo

Le marché repo permet d'emprunter des liquidités de court terme (d'un jour à un an) en échange de titres, notamment les dettes d'État les plus sûres, qui servent de garantie ou collatéral.

Sous l'impulsion des exigences réglementaires post crise, la demande d'actifs sûrs a sensiblement augmenté durant ces dernières années rendant d'autant plus important le rôle du marché repo. Ainsi, ce marché est en croissance constante : à fin 2019, avec un encours de 8 310 milliards d'euros, le marché européen du repo a encore crû de 5,9 %. Ce marché a connu quelques tensions par le passé<sup>80</sup> et plus récemment aux États-Unis forçant la FED à injecter près de 53 milliards d'euros le 18 septembre 2019 en lançant sa propre offre de repo pour faire baisser le coût de refinancement en augmentant l'offre de cash<sup>81</sup>.

À l'image des autres marchés, avec la crise sanitaire, le marché du repo européen a connu des tensions sur la première quinzaine de mars. Ainsi, les taux prêteurs ont affiché une baisse significative durant la période : sur le segment du *general collateral* (GC), les taux prêteurs sur obligations allemandes se sont tendus de près de 20 pb et ceux des obligations italiennes de 8 pb.

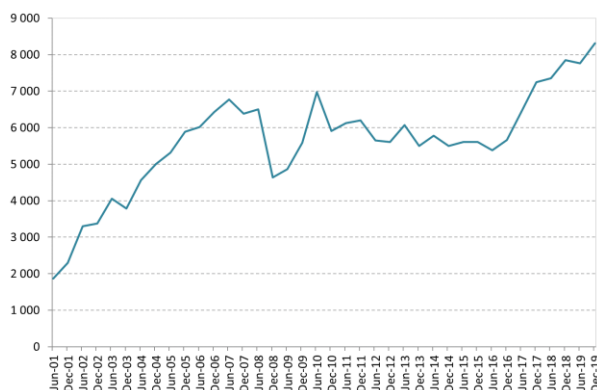
<sup>80</sup> Voir, « cartographie des marchés et des risques 2017 », AMF.

<sup>81</sup> La Fed n'était pas intervenue depuis près de 10 ans sur le marché repo. Les injections se sont poursuivies depuis au rythme 75 à 120 milliards de dollars par jour. Avant la survenance de la crise sanitaire, il était prévu que ces injections soient maintenues jusqu'au deuxième trimestre 2020.



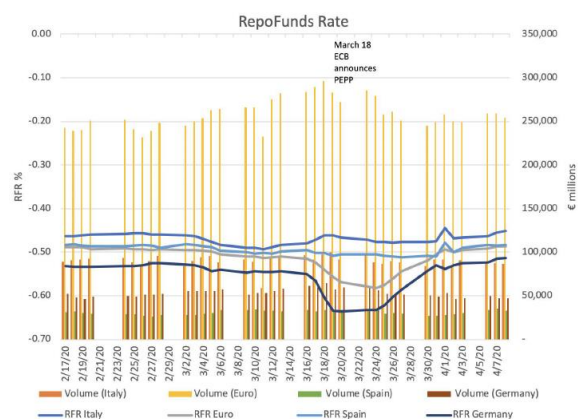
Graphique 54 : Évolution du marché européen du repo

**Le marché repo en Europe**  
(en milliards d'euros)



Source : ICMA

**Évolution du marché depuis le début de la crise**



L'annonce de la mise en œuvre du PEPP le 18 mars a toutefois contribué à la normalisation du marché qui s'est renforcée début avril avec l'ajout de mesures temporaires d'assouplissement des garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème visant à permettre de fournir des liquidités aux banques par :

- l'acceptation des prêts consentis aux entreprises non financières, aux PME et aux travailleurs indépendants, ainsi qu'aux ménages, qui sont garantis par l'État et le secteur public comme garantie aux opérations de repo ;
- l'assouplissement des conditions d'acceptation des évaluations de leurs crédits par les banques elles-mêmes, sur la base de systèmes de notation interne approuvés par les autorités de supervision ;
- le relèvement, de 2,5 % à 10 %, de la part maximale des instruments de dette non garantis émis par tout autre groupe bancaire au sein du panier de garanties d'un établissement de crédit.
- une dérogation à l'exigence minimale en matière de qualité du crédit pour les instruments de dette émis par la Grèce en vue de les accepter en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème ;
- une réduction générale, de 20 %, des décotes appliquées aux garanties.

Ces mesures annoncées le 7 avril doivent être réévaluées en fin d'année 2020.

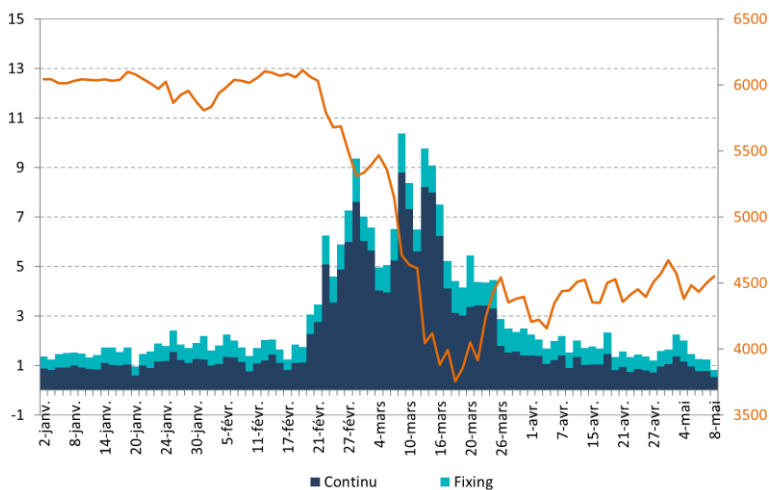
## 2.3. INFRASTRUCTURES DE MARCHÉS

### 2.3.1. Des plates-formes d'échanges résilientes malgré des volumes d'échanges et une volatilité records

#### □ Des volumes hors normes

Les volumes journaliers échangés ont atteint plus de 10 milliards d'euros sur Euronext contre 3 milliards d'euros en moyenne en temps normal. De même 19 millions d'ordres ont été passés sur une seule au plus fort de la crise contre 4 millions habituellement. Malgré ces volumes, les infrastructures ont résisté et ont été pleinement opérationnelles, sans incident à déplorer.

**Graphique 55 : Volumes quotidiens sur Euronext Paris**  
(CAC 40, en milliards d'euros)



Source : Euronext

□ Des coupe-circuits qui ont permis d'assurer un bon fonctionnement du marché

Cette crise a été l'occasion de revoir le rôle essentiel joué par les coupe-circuits. Ces mécanismes permettent de ralentir de les marchés lorsque la volatilité devient trop importante en interrompant les échanges durant quelques minutes. Il existe deux types de coupe-circuits sur les marchés selon qu'ils impliquent :

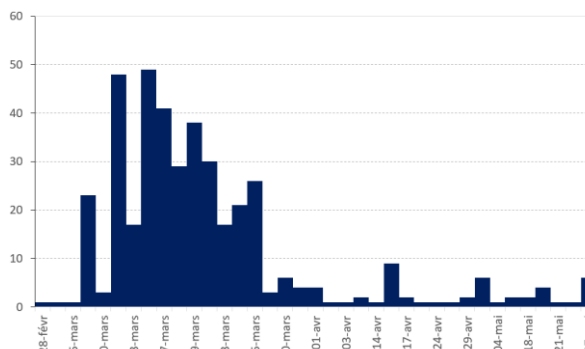
- **un arrêt total du marché** (*market wide circuit breaker*) : c'est le cas sur le New York Stock Exchange (NYSE) où le coupe-circuit mis en place à la suite du flash crash du 6 mai 2010 est calibré pour arrêter totalement les échanges. Ainsi, le système prévoit que les échanges soient suspendus 15 minutes quand l'indice S&P 500 chute de plus de 7 %. Si l'indice chute de plus 13 %, un deuxième arrêt de la même durée a lieu. S'il perdait 20 %, la séance serait suspendue. Le coupe-circuit à 7 % s'est déclenché à quatre reprises entre le 9 et le 18 mars ;
- **un arrêt des échanges pour l'actif concerné** : ce type de coupe-circuits prévaut en Europe. Sur Euronext en particulier, la négociation est automatiquement interrompue sur un titre durant 3 minutes au minimum dès qu'une variation de prix de +/- 10 % par rapport au prix de référence serait atteinte si l'ordre était exécuté (le seuil passe à +/- 8 % pour les *Blue chips*). Dans ce cas, le prix de référence correspond au prix d'ouverture pour la séance concernée. Ce coupe-circuit dit « statique », est par ailleurs complété par un coupe-circuit « dynamique ». Dans ce cas le prix de référence est ajusté après chaque transaction et correspond au dernier prix négocié. Ainsi, toute variation de +/- 5 % par rapport au prix de référence entraîne une suspension d'activité de 3 minutes au minimum.

**Tableau 6 : Nombre de coupe-circuits déclenchés sur Euronext**  
(tous actifs et tous marchés confondus)

Date	Nombre de réservations statiques	Nombre de réservations dynamiques
27/03/2020	157	391
26/03/2020	168	349
25/03/2020	304	461
24/03/2020	247	429
23/03/2020	292	508
20/03/2020	436	618
19/03/2020	444	655
18/03/2020	755	955
17/03/2020	1323	1491

Source : Euronext

**Graphique 56 : Nombre de déclenchement de coupe-circuits sur les titres du CAC 40**

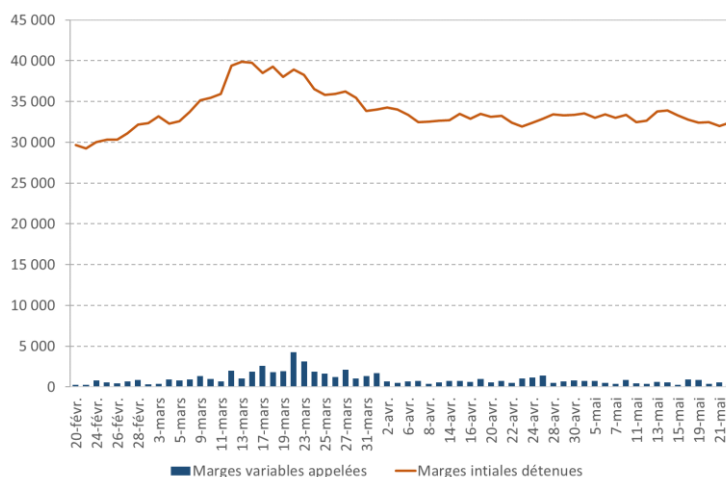


Ainsi les coupe-circuits se sont déclenchés jusqu'à 49 fois sur une journée pour les titres du CAC 40 pour les séances les plus volatiles.

### 2.3.2. Des appels de marges conséquents par les chambres de compensation

La hausse de la volatilité a également entraîné une forte augmentation des appels de marge par les chambres de compensation durant la crise. Ainsi, sur LCH SA, les marges initiales détenues ont crû jusqu'à près de 35 %. Les appels de marges de variation quotidiens ont, pour leur part, atteint en moyenne 2 milliards d'euros sur la deuxième moitié du mois de mars contre 600 à 700 millions d'euros en moyenne en dehors de cette période.

**Graphique 57 : Évolution des Marges initiales et des Marges de variation**  
(en millions d'euros)



Source : LCH SA

Il n'y a pas eu, à ce stade, de défaut significatif, hormis la perte de 285 millions de dollars par ABN Amro à la suite de l'impossibilité par un de ses clients de répondre à ses exigences de marges. Les positions ont été clôturées par le *clearing member* sans impact pour les autres membres ou la chambre de compensation concernée.

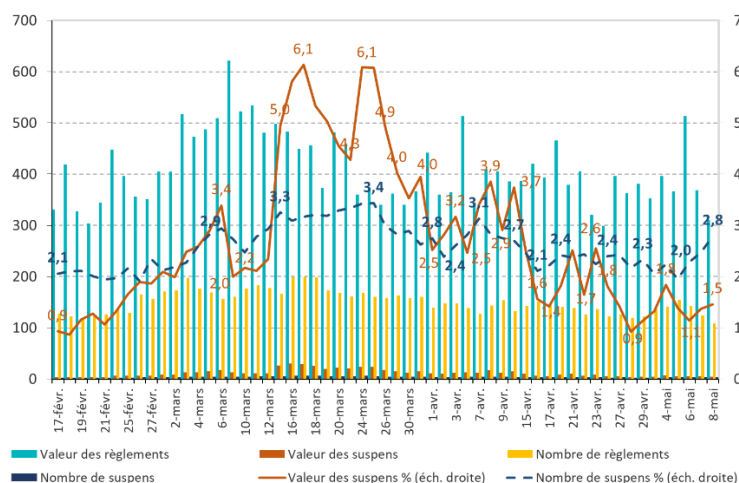
Cette crise, et les appels de marges conséquents qui en ont découlé, a entraîné la résurgence de questions structurelles et des risques associés, dont la matérialité pourrait survenir à plus ou moins court terme :

- le caractère procyclique des marges, notamment avec l'impact potentiel des dégradations de notation<sup>82</sup> qui pourraient survenir dans un future proche et qui feraient basculer un nombre significatif de titres de la catégories *investment grade* à *high yield* ;
- l'absence de régime de résolution européen alors que le Royaume-Uni a confirmé sa sortie effective de l'Union européenne au 31 décembre 2020.

### 2.3.3. Une hausse significative des taux de suspens mais pas de perturbation majeure des services de règlement-livraison

L'augmentation significative des volumes échangés s'est traduite par une forte augmentation des volumes dénoués par Euroclear au mois de mars 2020. Cette hausse des volumes et l'impact des contraintes liées au confinement des équipes pour les services de *back-office* se sont traduits par des taux de suspens en forte hausse. Les volumes quotidiens moyens dénoués se sont élevés à 450 milliards d'euros en moyenne en mars 2020 contre 350 milliards à fin 2019 et les suspens quotidiens de l'ordre de 18 milliards d'euros en mars 2020 (soit 4 %) contre 7 milliards à fin 2019.

Graphique 58 : Évolution de l'activité sur Euroclear France durant la crise



Source : Euroclear

Il a été toutefois constaté que l'augmentation des taux de suspens a concerné tous les membres sans qu'un membre ne se détache particulièrement. De plus, 70 % à 80 % des suspens se sont réglés le lendemain de leur survenance. Ces taux de suspens sont restés élevés en avril mais sont revenus à la normale fin avril.

### 2.3.4. Le recours massif au télétravail présente des enjeux en termes de continuité d'activité

Le confinement a conduit à un recours massif au télétravail pour les intermédiaires de marché. Cette nouvelle façon de fonctionner présente un certain nombre d'enjeux significatifs, en particulier en matière de piste d'audit et d'enregistrement des conversations pour les *front offices*, de détection d'opérations suspectes, de traitement des volumes pour les *back offices* et de conformité aux contraintes réglementaires. Les autorités de marchés nationales, dont l'AMF, mais aussi l'ESMA ont cherché à accompagner au mieux les acteurs en précisant leurs attentes et en introduisant de la souplesse lorsque cela est possible (par exemple avec le décalage de l'entrée en vigueur des règlements SFTR<sup>83</sup> ou CSDR<sup>84</sup>).

<sup>82</sup> cf. Chapitre 1 p.13.

<sup>83</sup> Règlement (UE) 2015/2365 relatif à la transparence des opérations de financement sur titres dit règlement SFTR (*Securities Financing Transaction Regulation*).

<sup>84</sup> Règlement (EU) N°909/2014 pour améliorer le règlement de titres dans l'Union européenne et les Dépositaires centraux de titres, appelé règlement CSDR (*Central Securities Depositories Regulation*).

Comme pour les infrastructures, la grande majorité des acteurs a pu assurer la continuité de ses activités sans problèmes majeurs. Des solutions technologiques permettant de respecter les obligations d'enregistrement ont été déployées et les volumes ont pu être absorbés par *les back offices* ce qui a permis de limiter la durée des suspens (cf. *supra*). Ainsi, il n'a pas été constaté de dysfonctionnement massif ni de hausse importante du nombre de plaintes auprès de l'AMF.

### 2.3.5. La crise a renforcé les risques cyber

Les risques informatiques, déjà présents avant l'épidémie, ont été renforcés par la crise COVID-19 qui a révélé plusieurs vulnérabilités. Le déploiement à grande échelle du télétravail pouvant être appelé à se prolonger, les risques associés devraient rester prégnants.

- Le télétravail a été privilégié pour assurer la continuité opérationnelle de l'activité des entreprises et des administrations, tout en préservant la santé des salariés. Le recours inattendu, rapide et massif à ce mode d'organisation a sollicité les systèmes d'information existants au-delà de ce qui pouvait avoir été prévu, les rendant donc plus fragiles. Quant aux nouveaux systèmes déployés dans l'urgence, ils pouvaient, de ce fait être, plus vulnérables.
- L'environnement des salariés travaillant à domicile se révèle moins propice à la préservation d'informations sensibles et à la sécurité informatique, ces salariés pouvant être davantage tentés d'utiliser des programmes ou des applications peu sécurisées voire du matériel personnel. Le recours à des modes de communication non protégés (audio ou vidéo conférences non sécurisées, partage de documents à distance...) accroît aussi les vulnérabilités.
- Les prises de contact frauduleuses voient leurs chances d'aboutir augmentées dans l'environnement créé par la COVID-19 : les collaborateurs sont moins surpris par l'indisponibilité de leurs partenaires habituels ou par des demandes de communication passant par des moyens inattendus. Pour des collaborateurs perturbés par la crise, le seuil de vigilance est abaissé et ils peuvent être moins méfiants face à ce qui se révèle être par exemple une attaque passant par un faux message de l'employeur (ressources humaines...), l'appel d'un faux fournisseur, la prospection d'un faux nouveau client, etc. Ainsi, les escroqueries exploitant la demande insatisfaite de matériel de protection sanitaire (gels hydro-alcooliques, masques, gants, etc.) se sont-elles multipliées.<sup>85</sup>
- Les cybercriminels peuvent aussi exploiter l'inquiétude liée à l'épidémie pour envoyer plus facilement de faux courriels d'alerte piégés contenant, par exemple, des rançongiciels ou des codes malveillants visant à exfiltrer des données. L'anxiété et la peur liées à l'épidémie accroissent la vulnérabilité de leurs cibles, plus prompts à ouvrir le fichier ou le lien internet qui va corrompre leur système informatique.

Ainsi, Carbon Black, une entreprise de cyber-sécurité a noté que les attaques par rançongiciel avaient crû de 148 % en mars 2020 par rapport à février 2020, le secteur financier étant une cible privilégiée avec une hausse de 38 % des cyber attaques<sup>86</sup>. Google a, de son côté, repéré en avril 2020 une moyenne de 18 millions de courriels infectés faisant référence à la COVID-19 (en sus de 240 millions de pourriels liés à la COVID-19)<sup>87</sup>.

Indépendamment du contexte propre à la COVID-19, d'après une étude de la Banque des règlements internationaux<sup>88</sup> portant sur 100 000 cyber attaques concernant tous les secteurs d'activité (champ mondial, années 2002 à 2019), c'est le secteur financier qui subit structurellement le plus d'attaques. Toutefois il en souffre relativement moins en raison d'investissements plus importants dans la sécurité de ses systèmes d'information. En revanche les activités liées aux crypto-actifs seraient particulièrement vulnérables. Enfin, le recours à des serveurs à distance (*cloud*) diminuerait l'impact des attaques de faible envergure mais exposerait à un risque extrême majeur en cas d'attaque forte mettant en péril le nuage même.

<sup>85</sup> Cf. les flashes 61 à 65 « Ingérence économique » de la DGSI.

<sup>86</sup> Carbon Black (2020): "Amid COVID-19, Global Orgs See a 148% Spike in Ransomware Attacks; Finance Industry Heavily Targeted", 15 April.

<sup>87</sup> Google (2020): "Protecting businesses against cyber threats during COVID-19 and beyond", 16 April.

<sup>88</sup> The drivers of cyber risk. Mai 2020. BIS Working paper n°865.

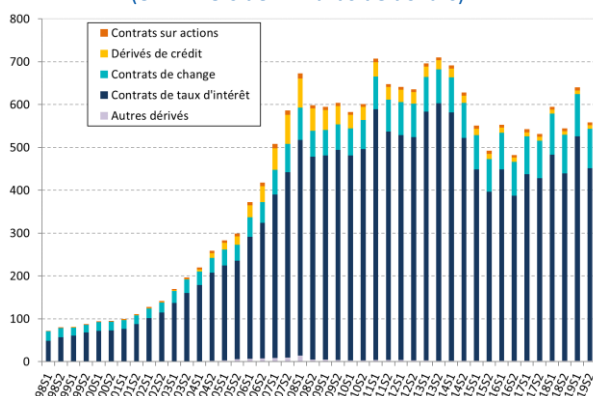
## 2.4. MARCHÉS DE DÉRIVÉS

### 2.4.1. Un niveau de risque qui se stabilise sur les marchés dérivés de gré à gré

Les montants notionnels bruts totaux mondiaux des dérivés négociés de gré à gré continuent leur progression à 558 504 milliards de dollars à fin 2019 après avoir atteint un pic à 640 351 milliards en juin 2019. Les contrats de dérivés de taux continuent à représenter 80 % de ces notionnels totaux à 448 965 milliards de dollars.

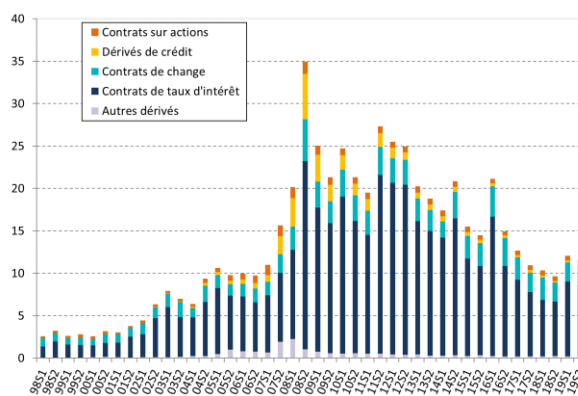
L'évolution des montants notionnels totaux affiche une saisonnalité depuis 2016 avec une baisse récurrente entre le premier et le second semestre. Cette saisonnalité s'expliquerait par une réduction des positions en lien avec une volonté de maîtriser les contraintes réglementaires de fin d'année.

**Graphique 59 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

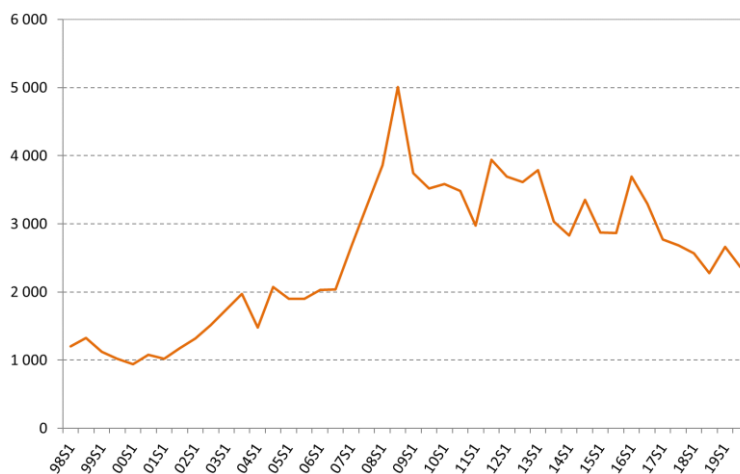
**Graphique 60 : Montants en valeur de marché brute**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Malgré une légère augmentation en 2019, les valeurs brutes de marchés (cumulant la valeur liquidative des contrats) tendent à se stabiliser à des niveaux bas reflétant la tendance à la baisse observée depuis le pic lié à la crise de 2008. Elles s'établissent ainsi à 11 599 milliards de dollars à fin 2019.

**Graphique 61 : Expositions brutes de crédit**  
(en milliers de milliards de dollars)



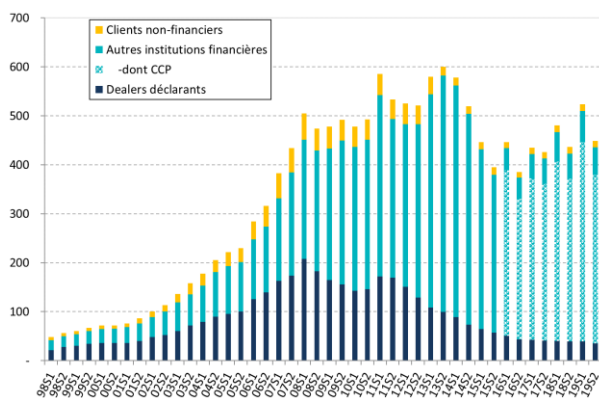
Source : BRI

Les expositions brutes de crédit<sup>89</sup> – qui corrigent les valeurs brutes de marché des expositions croisées entre institutions financières, constituant ainsi un indicateur agrégé de risque de contrepartie des positions sur dérivés insensible à la compression – tendent également à se stabiliser à 2 400 milliards de dollars à fin 2019. Elles représentent désormais 20 % des valeurs brutes de marchés contre 25 % en 2008.

Au final, l’année 2019 a été marquée par une certaine stabilisation des indicateurs confortant à nouveau la diminution des risques liés aux activités sur dérivés de gré à gré et l’impact des réglementations post-crise, notamment de l’obligation de compensation.

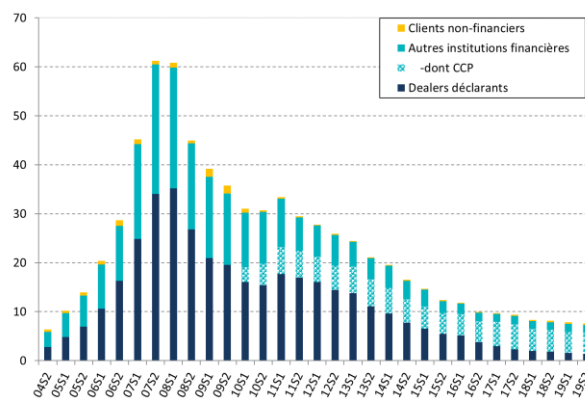
Dans le détail, 76 % des notionnels des dérivés de taux d’intérêt et 56 % des *credit default swaps* sont désormais compensés centralement soit respectivement 344 053 milliards de dollars et 4 239 milliards de dollars à fin 2019.

**Graphique 62 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d’intérêt par type de contrepartie**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

**Graphique 63 : Encours mondial (notionnel) des *credit default swaps* par type de contrepartie**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

#### 2.4.2. Une entrée en vigueur des exigences de marges initiales repoussée d’un an en raison de la crise

Les exigences de marges initiales et de marges de variations pour les dérivés non compensés sont entrées progressivement en vigueur depuis février 2017. À ce jour, elles concernent les contreparties dont le montant notionnel annuel moyen de transactions sur dérivés de gré à gré non compensés est supérieur à 750 milliards d’euros (phase 1 à phase 4).

À fin 2019, l’*International Swap and Derivatives Association* (ISDA) évalue le montant total de marges collectées par les 27 plus gros participants de marché à 1 128 milliards de dollars, soit une progression de 11 % par rapport à fin 2018.

Dans le détail, les marges initiales reçues dans le cadre des exigences réglementaires ont crû significativement et s’élevaient à 111,2 milliards de dollars à fin 2019, en hausse de 29 % comparativement à fin 2018. Les marges initiales versées dans le cadre des exigences réglementaires suivent la même tendance avec une augmentation de 31 % à 112,3 milliards. Les marges reçues dans le cadre de versements discrétionnaires ont pour leur part baissé de 8 % à 72,5 milliards de dollars à fin 2019.

Les marges de variation ont également connu une forte augmentation en 2019 (contre une baisse en 2018) : les marges de variation reçues ont augmenté de 10 % à 944,7 milliards de dollars et les marges versées de 29 % à

<sup>89</sup> Brut renvoie ici au caractère non collatéralité des expositions.

754,7 milliards sur la même période. Près de la moitié des marges de variation reçues et versées le sont dans le cadre de versements discrétionnaires.

Les marges initiales reçues dans le cadre des exigences réglementaires sont essentiellement constituées de titres souverains (84 %). Lorsqu'il s'agit de marges initiales reçues dans le cadre de versements discrétionnaires, la proportion de cash atteint près de 48 %.

A *contrario*, les marges de variations sont constituées de cash (83 % pour les marges réglementaires et 71 % pour les marges versées de façon discrétionnaire).

**Tableau 7 : Montants de marges versées et reçues**  
(en milliards de dollars, toutes juridictions confondues)

Type de marge	Origine du versement	Sens	2019	2018	2017	2019/2018
Marges initiales	Obligation réglementaire	versées	112,3	85,6	75,2	31%
		reçues	111,2	86,0	73,7	29%
	Versement discrétionnaire*	versées	11,0	10,1	6,4	9%
		reçues	72,5	74,1	56,9	-2%
<b>Total marges initiales</b>		versées	123,3	95,7	81,6	29%
		reçues	183,7	160,1	130,6	15%
Marges de variation	Obligation réglementaire	versées	383,2			
		reçues	465,3			
	Versement discrétionnaire	versées	371,5			
		reçues	479,4			
<b>Total marges de variations</b>		versées	754,7	583,9	631,7	29%
		reçues	944,7	858,6	893,7	10%
<b>Total</b>		versées	878,0	679,6	713,3	29%
		reçues	1 128,4	1 018,7	1 024,3	11%

(\*) versements effectués par des entités ou pour des contrats n'entrant pas dans le champs de l'obligation réglementaire

Source : ISDA

Des difficultés identifiées en raison du nombre important de contreparties concernées par l'entrée de la phase 5 en septembre 2020, qui visait à soumettre aux obligations de marges initiales les entités affichant des positions supérieures à 8 milliards d'euros, avaient donné lieu à un premier ajustement de la réglementation. En effet, le Comité de Bâle et l'OICV ont publié en juillet 2019 un cadre réglementaire révisé stipulant que le seuil applicable en septembre 2020 serait relevé de 8 à 50 milliards d'euros et que celui de 8 milliards serait reporté à septembre 2021 (dédoublant ainsi la dernière phase).

Compte tenu de la crise sanitaire, le Comité de Bâle et l'OICV ont décidé, en avril 2020, de prolonger d'un an les deux dernières phases de mise en œuvre afin de fournir une capacité opérationnelle supplémentaire aux entreprises pour répondre à l'impact immédiat de la COVID-19 et, dans le même temps, permettre aux entités de se conformer comme il se doit à ces exigences.



## CHAPITRE 3 : GESTION D'ACTIFS

Le choc associé à la crise de la COVID-19 a frappé l'industrie de la gestion d'actifs alors que les encours gérés au niveau mondial se situaient à des niveaux très élevés, tant en raison d'effets positifs de valorisation que d'une collecte très dynamique en 2019. Pour les fonds de droit français, qui ont subi les chutes des marchés en mars-avril, les rachats concomitants sont restés très limités pour les fonds actions et diversifiés (avec même un effet de souscription nette pour la catégorie des fonds actions dans son ensemble), ce qui rassure quant au risque d'un cercle vicieux entre les flux de sortie et la performance négative des fonds. Les mouvements de rachats ont surtout concerné les fonds monétaires (-46 milliards d'euros au mois de mars, soit plus du double des flux enregistrés traditionnellement) dans un contexte de préférence pour le *cash* et de besoin accru de trésorerie de leurs investisseurs. Malgré le gel momentané du marché des instruments monétaires (gel levé par les interventions de l'Eurosystème), ces fonds sont restés ouverts. Ils ont honoré les demandes de leurs investisseurs alors que les dépôts bancaires s'accroissaient de montants comparables, rappelant l'importance d'apprécier les risques à un niveau global intégrant les interconnexions entre tous les acteurs. La crise a rappelé que le marché européen des MMF restait relativement fragmenté : l'impact de la crise fut très différent entre les principales juridictions de domiciliation, reflétant en particulier les différents degrés d'exposition en devise et les différents régimes de valorisation possibles (les fonds libellés en dollars, ainsi que les VNAV et LVNAV semblent ainsi avoir été particulièrement concernés par les demandes de rachats).

Aucun risque systémique ne s'est finalement manifesté durant ce stress-test grandeur nature dont le choc a pu dépasser les hypothèses retenues dans les macro stress-test théoriques précédents. Ces exercices ne tenaient pas compte de la présence d'outils de gestion de liquidité ; or ces derniers facilitent l'absorption des chocs par les fonds. Dès avant la crise, toute la palette de ces outils avait été introduite dans le droit français pour permettre aux gérants de s'en doter. Ils ont ainsi pu être ponctuellement activés. Une adoption plus large de ces outils a été encouragée par le Comité européen du risque systémique dans sa communication du 13 mai 2020<sup>90</sup>.

Le marché des ETF, malgré de multiples points de vigilance, s'est aussi montré généralement résilient. Avec la gestion indicielle, la finance privée est un relais de croissance important de la gestion d'actifs. Dans ce contexte, l'industrie est soumise à une tension entre profitabilité sous pression et coûts de digitalisation et d'innovation, avec une concentration de l'offre et des acteurs eux-mêmes.

Dans un environnement marqué par les fortes interdépendances et interactions entre les différents secteurs de la sphère financière, la fluidité des échanges entre les différents régulateurs nationaux s'est révélée un atout crucial pendant la crise. Le processus d'harmonisation des règles comme de leur application entre les différentes juridictions européennes, ainsi que la bonne coordination des interventions doivent se poursuivre afin de traiter efficacement les cas fréquents où le pays d'enregistrement de la société de gestion, celui de la domiciliation du fonds et celui de la commercialisation sont distincts.

### 3.1. LES ENCOURS DE LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE EN FORTE HAUSSE EN 2019

- L'encours cumulé de la gestion collective mondiale progressait à quasiment 50 000 milliards d'euros en décembre 2019

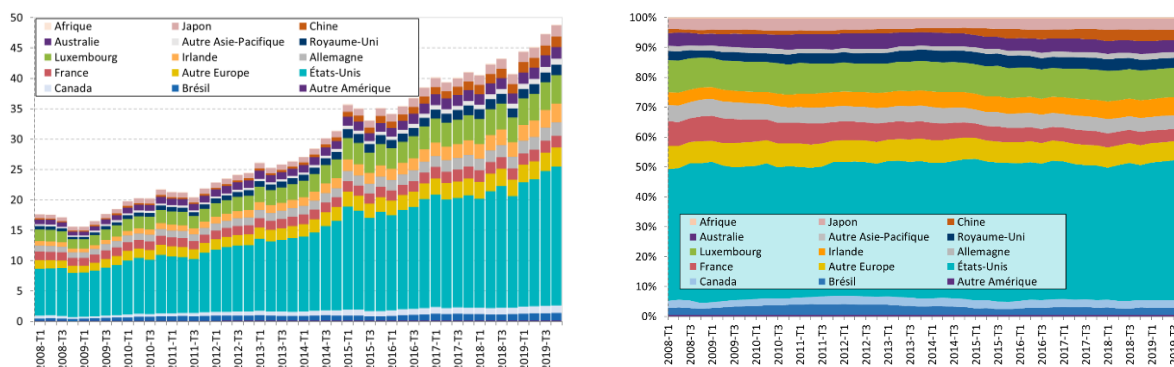
Selon l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA), l'actif net de la gestion collective mondiale (fonds ouverts, hors fonds de fonds) a atteint 48 900 milliards d'euros à la fin d'année 2019, sous l'effet conjugué d'une forte collecte (+ 1 900 milliards d'euros sur l'année) et d'un effet de valorisation significatif (6 100 milliards d'euros sur l'année).

Après le repli marqué à la fin 2018 lié à la chute des marchés (effet de valorisation de -2 600 milliards d'euros sur le Q4), les encours des fonds ont ainsi crû de près de 20 % en 2019.

<sup>90</sup> European Systemic Risk Board (2020), [Use of liquidity management tools by investment funds with exposures to less liquid assets](#), 13/05/2020.

Même en omettant la chute du quatrième trimestre 2018 et en prenant comme référence le point haut à fin septembre 2018, la croissance de l'actif net atteint 12,8 % en quinze mois, à mettre en rapport avec une hausse des marchés actions de 8,0 % sur la même période de temps (indice MSCI global)<sup>91</sup>.

**Graphique 64 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale, par grande juridiction de domiciliation des fonds**  
(en milliers de milliards d'euros à gauche, en pourcentage du total à droite)

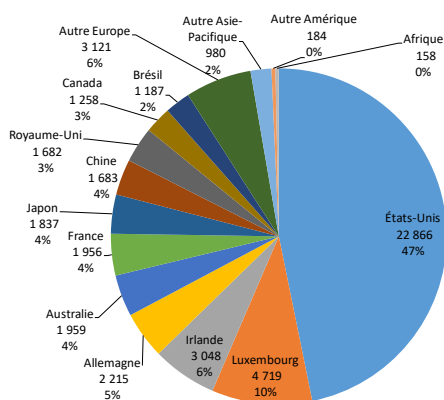


Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2019-Q4

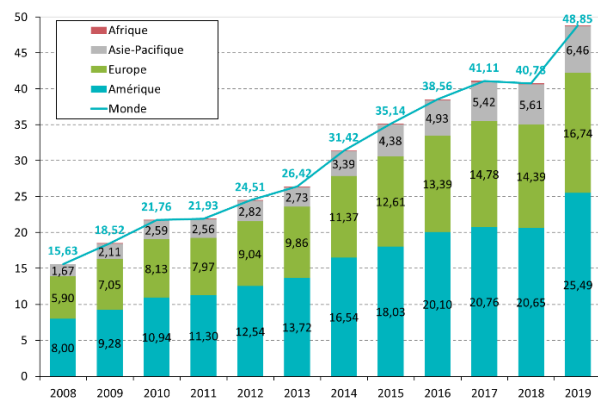
- En termes d'encours, 47 % des fonds sont domiciliés aux États-Unis

Avec 22 900 milliards d'euros, les États-Unis concentrent près de la moitié de la gestion collective globale en termes de domiciliation des fonds.

**Graphique 65 : Répartition des encours au T4-2019 (à gauche) et évolution par grandes régions de domiciliation des fonds**  
(à droite, en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2019-Q4



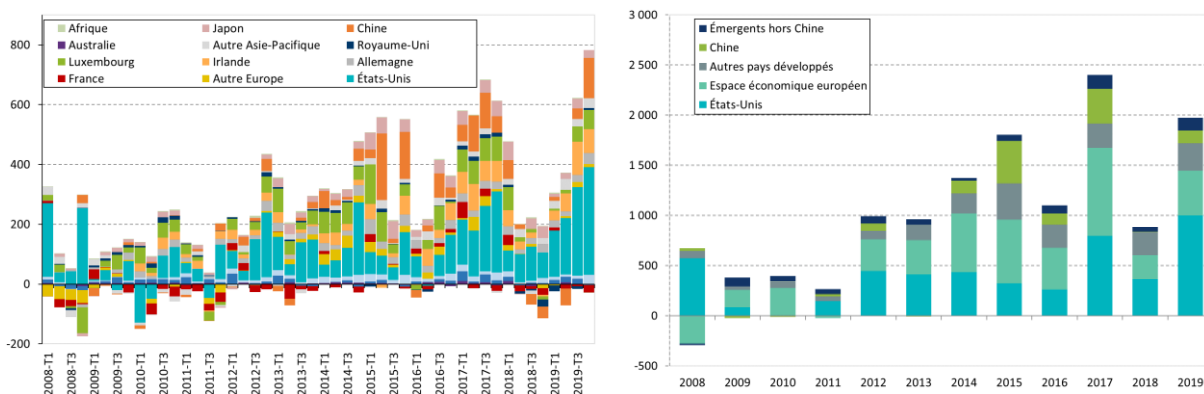
- La collecte mondiale a connu un net rebond par rapport à 2018 avec des flux record aux États-Unis

La croissance de l'actif net a bénéficié du rebond du prix des actifs financiers qui a immédiatement suivi la correction de fin 2018, mais aussi d'un flux massif d'investissements pour près de 2 000 milliards d'euros au total, en particulier au cours de la deuxième moitié de l'année 2019. La collecte trimestrielle aux États-Unis a ainsi

<sup>91</sup> Cf. MSCI World index (USD), <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=WORLD> ; sur la seule année 2019, le taux de croissance de l'indice était de 25,2 % (2358,47 à la clôture le 31/12/2019 contre 1883,90 à la clôture du 31/12/2018)

enregistré un record absolu au 4<sup>e</sup> trimestre 2019, à 361 milliards d’euros. In fine, sur l’année 2019, les fonds américains ont enregistré une collecte nette de plus de 1 000 milliards d’euros.

**Graphique 66 : Évolution des flux nets de souscription rachats par pays ou zone de domiciliation**  
(suivi trimestriel à gauche, annuel à droite, en milliards d’euros)



Source : EFAMA, *Worldwide historical public report Euro 2019-Q4*

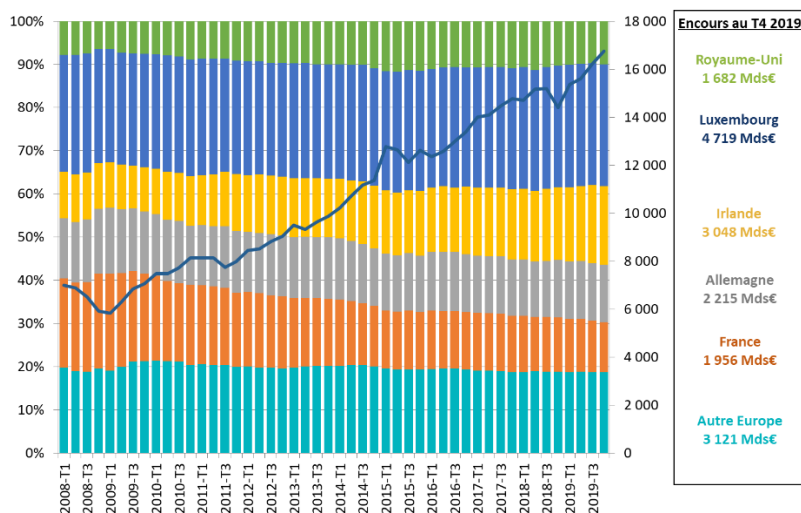
L’année 2020 a donc démarré après une année de forte appréciation continue des valorisations, et de collecte très dynamique (avec un record absolu pour la collecte mondiale au 4<sup>e</sup> trimestre 2019). L’ampleur de la correction induite par la crise de la COVID-19 tient ainsi sans doute pour partie à une situation initiale qui a pu être marquée par des excès d’enthousiasme (cf. Chapitre 1).

NB : toujours selon l’EFAMA, l’actif net des ETF est passé de 3 864 milliards d’euros à 4 515 milliards d’euros entre fin 2018 et fin 2019, soit une hausse de 16,8 % (légèrement moindre que la croissance agrégée de l’ensemble des fonds). La collecte nette sur les ETF atteignait 219 milliards d’euros sur l’année (+5,7 % de l’actif net à fin 2018, contre +4,8 % pour l’ensemble des fonds).

### 3.2. L’ACTIF NET DE LA GESTION COLLECTIVE EUROPÉENNE A PROGRESSÉ DE 16 % EN 2019, SOIT L’AUGMENTATION LA PLUS FORTE DEPUIS 10 ANS

L’actif net agrégé de la gestion collective européenne a atteint 16 700 milliards d’euros à la fin du mois de décembre 2019. La croissance du secteur est particulièrement dynamique en Irlande et au Luxembourg ce qui conduit à l’érosion relative de la part des autres juridictions (France, Allemagne et Royaume-Uni).

**Graphique 67 : Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe, et répartition par juridiction**  
(en milliards d'euros pour l'actif à droite, en % pour la répartition à gauche)



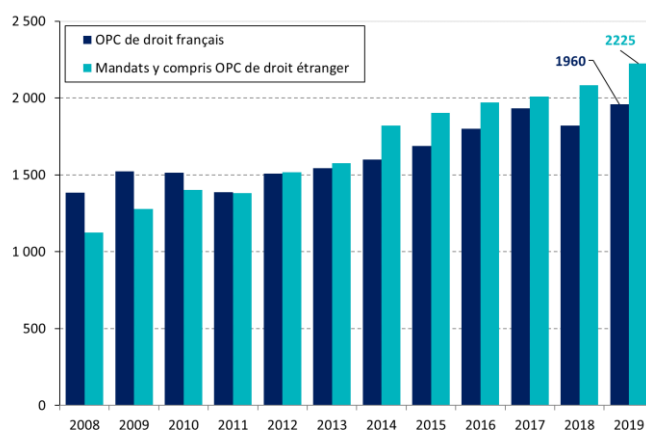
Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2019-Q4

En termes de collecte, dans un contexte de souscriptions massives à l'échelle mondiale, les fonds français, néerlandais et britanniques paraissent très atypiques : ces trois juridictions comptent parmi les rares exceptions à avoir enregistré des rachats nets sur l'année 2019. Les fonds allemands, luxembourgeois et irlandais en revanche ont bien bénéficié de flux positifs.

### 3.3. SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS, LA GESTION SOUS MANDAT DEMEURE DYNAMIQUE ET PROGRESSE DE 7 % EN 2019

Le périmètre français de l'industrie de la gestion regroupe d'une part la gestion collective (i.e. les fonds domiciliés en France, qu'ils soient gérés par des sociétés de gestion de portefeuille – SGP – françaises ou étrangères), et d'autre part les mandats de gestion confiés aux SGP françaises. Les mandants peuvent être des institutionnels ou des particuliers (généralement fortunés). Selon les statistiques de l'Association française de la gestion financière (AFG), l'encours de ces mandats atteignait 1 650 milliards d'euros à fin 2019. À ce chiffre s'ajoutent les 580 milliards d'euros que représentent les fonds de droit étrangers gérés par des SGP françaises.

**Graphique 68 : Marché français de la gestion décomposée entre gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises)**  
(en milliards d'euros)



Source : AFG

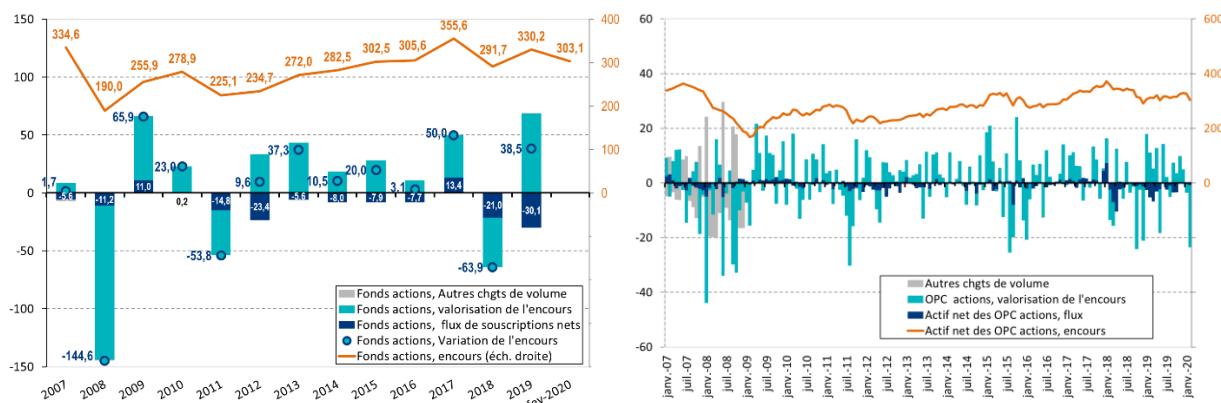
### 3.4. FOCUS SUR LES FONDS FRANÇAIS : RETOUR SUR 2019 ET PREMIERS ÉLÉMENTS SUR LA CRISE DE 2020

Cette section se concentre sur les fonds de droit français, relevant de la compétence de l'AMF. Comme dans les éditions précédentes de la Cartographie des risques, on s'appuie sur les séries de données agrégées retraitées par la Banque de France pour visualiser l'évolution historique. Toutefois, afin de pouvoir fournir une première analyse des événements récents, les données réglementaires granulaires transmises quotidiennement à l'AMF par les gestionnaires de fonds ont aussi été mobilisées. L'agrégation de ces données individuelles a permis au superviseur de suivre en temps quasi réel (à J+2) l'évolution de l'actif net de la gestion collective française, et de décomposer cette évolution entre l'effet imputable aux flux de collecte/décollecte et celui associé à la valorisation des actifs en portefeuille.

#### 3.4.1. Fonds actions : des flux de souscription-rachats contra-cycliques ?

Avec des rachats cumulés de plus de 30 milliards d'euros sur l'année 2019, les fonds actions français ont poursuivi le mouvement de décollecte entamée en 2018. Cependant, après la forte correction de la fin 2018, les marchés étaient repartis à la hausse sur 2019. Les fonds actions ont ainsi bénéficié d'un effet valorisation de près de 69 milliards d'euros et atteignent un encours de 330 milliards d'euros en 2019.

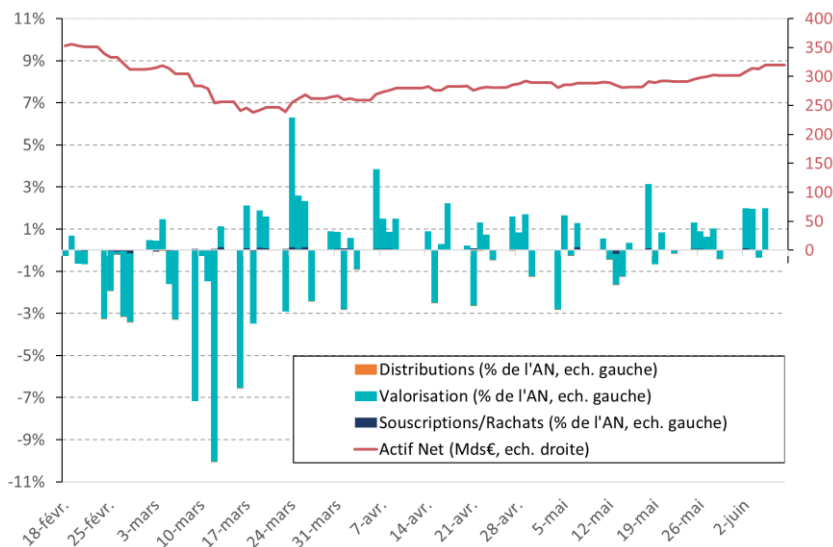
**Graphique 69 : Évolution de l'encours des fonds actions français, et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(évolution annuelle à gauche, mensuelle à droite, montants en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC

Les premiers mois de 2020 ont évidemment fortement affecté les valorisations des fonds actions. Après une perte de 22,7 milliards d'euros sur le mois de février recensée par la Banque de France, les données de l'AMF indiquent que l'actif net des fonds actions a reculé de plus de 47 milliards d'euros en mars du fait de l'effet de valorisation. Les variations quotidiennes de valorisation ont atteint -20 milliards d'euros le 9 mars, et même -25 milliards d'euros le 12 mars.

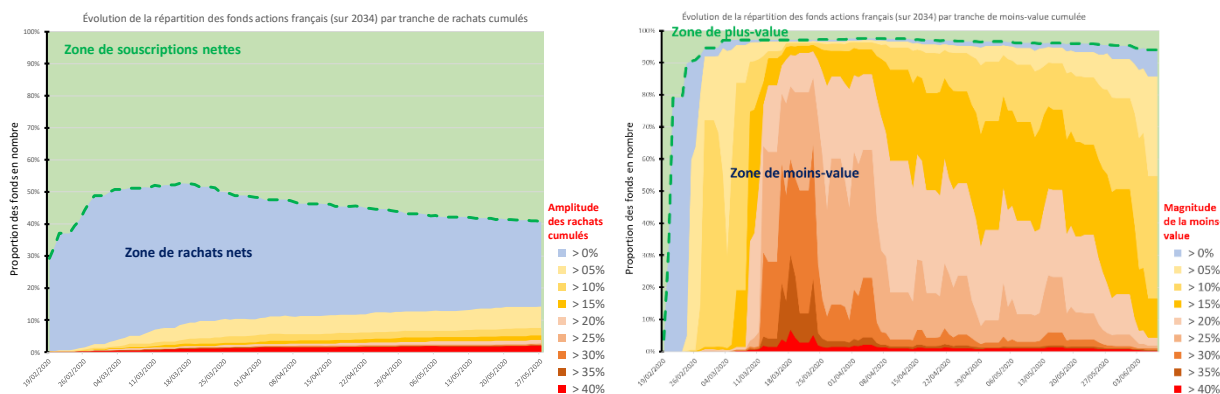
**Graphique 70 : Évolution quotidienne de l'encours des fonds actions français depuis le 18 février 2020, et décomposition des effets de flux et de valorisation (montants en milliards d'euros)**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

Malgré ces baisses de valeur brutales, les fonds actions n'ont pas subi de vagues de rachats de panique, et ils ont même plutôt enregistré des souscriptions nettes sur le mois de mars pour un total cumulé de 2,2 milliards d'euros. La dynamique de souscription nette s'est poursuivie en avril (+1,2 milliard d'euros), en parallèle d'un rebond des valorisations (+20,8 milliards).

**Graphique 71 : Évolution du nombre de fonds actions français (sur une population de 2036 fonds) par tranche de rachats (gauche) et d'effet valorisation (droite) cumulés depuis le 18 février 2020**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

**Note de lecture :**

**GAUCHE :** À chaque date, on calcule les flux cumulés de souscriptions/rachats depuis le 18 février. La ligne verte en pointillé marque la séparation entre les fonds en collecte nette (zone vert clair, au-dessus) et les fonds en décollecte nette (en dessous). Le gradient de couleur marque l'intensité relative des rachats subis par les fonds.

**DROITE :** On procède similairement pour les variations cumulées de valorisation. La ligne verte en pointillé sépare les fonds en plus-value de ceux en moins-value (par rapport à la valorisation du fonds en début de période) et le gradient de couleur la magnitude de ces moins-values.

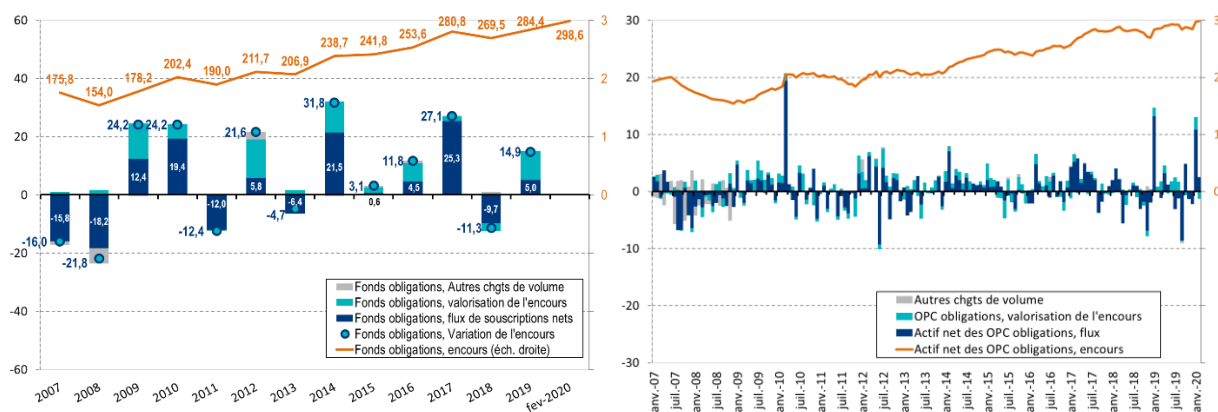
Des graphiques analogues, prenant en compte non plus le nombre de fonds dans chaque catégorie mais l'actif net (au 18 février) des fonds de chaque catégorie permettent de visualiser ces évolutions en volume. Ils sont présentés en Annexe p. 93.

Au 29 mai, seuls 296 fonds actions (sur 2036, soit 15 % en nombre) totalisaient des rachats nets sur la période supérieurs à 5 % de leur actif net en début de période (au 18 février), alors même qu'ils étaient 1 814 (89 % en nombre) à avoir accusé une perte de valorisation cumulée de plus de 10 %.

### 3.4.2. Fonds obligataires : flux et valorisation corrélés en annuel

**Graphique 72 : Évolution de l'encours des fonds obligataires français et décomposition des effets de flux et de valorisation**

(évolution annuelle à gauche, mensuelle à droite, montants en milliards d'euros)

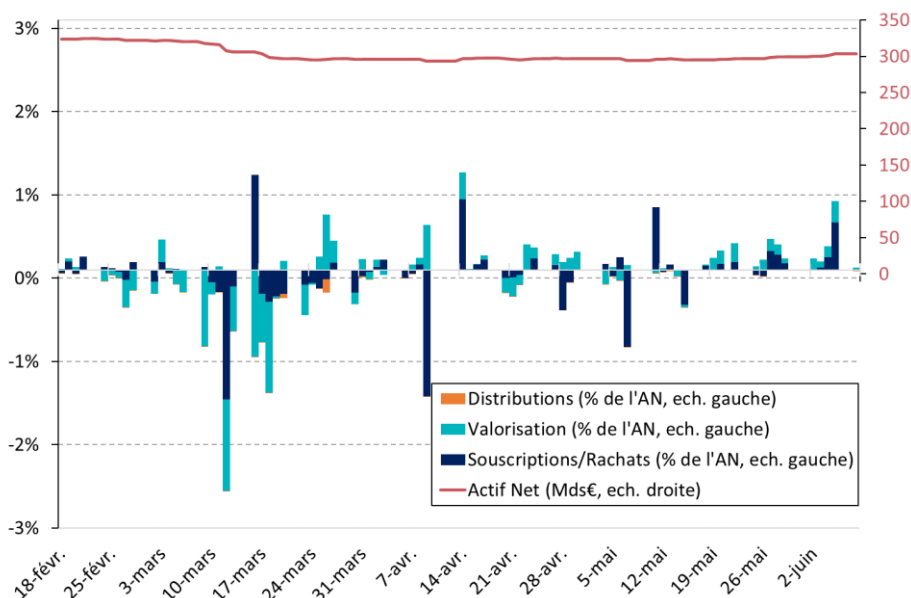


Source : Banque de France, Performance des OPC

Selon les chiffres agrégés de la Banque de France, l'encours des fonds obligataires français s'établissait à 284 milliards d'euros à fin 2019, en hausse de près de 15 milliards sur l'année (un tiers d'effet collecte pour deux tiers d'effet de valorisation). Une collecte soutenue sur les premiers mois de 2020 leur a permis d'atteindre les 300 milliards d'euros à fin février.

Les données de l'AMF permettent de mettre en évidence que les OPC obligataires français ont accusé un effet de valorisation de -15,1 milliards d'euros sur le mois de mars 2020, en parallèle de rachats substantiels (10,1 milliards d'euros). En avril, les fonds obligataires ont été à nouveau en décollecte (-3,3 milliards d'euros en net sur le mois), et ont repris près de 4,4 milliards d'euros de valorisation.

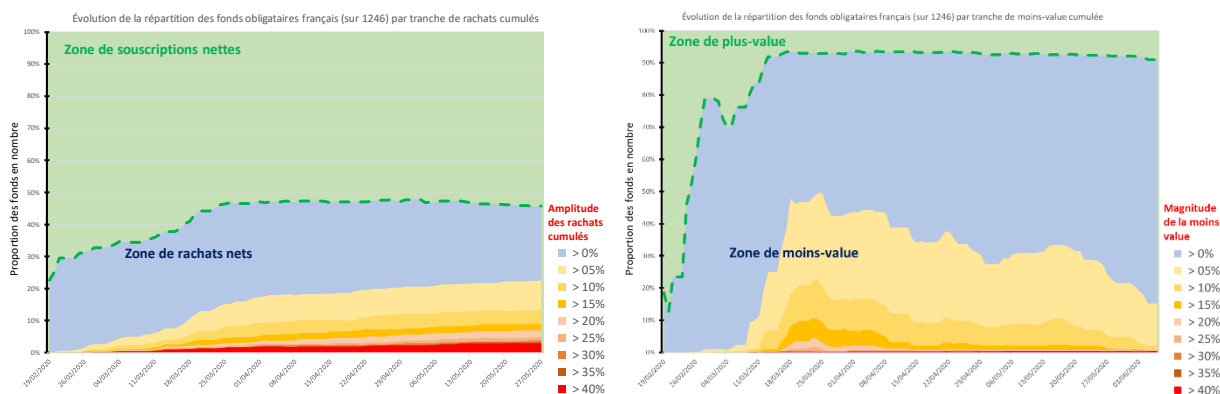
**Graphique 73 : Évolution quotidienne de l'encours des fonds obligataires français depuis le 18 février 2020 et décomposition des effets de flux et de valorisation (montants en milliards d'euros)**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

À fin mai, 165 fonds (soit 13 % des fonds obligataires français en nombre) ont enregistré des rachats cumulés de plus de 10 % depuis la mi-février et ils étaient 61 (soit 5 % du total) à accuser des baisses de valorisation cumulées supérieures à 10 % (NB : le 23 mars, près du quart des fonds obligataires français accusaient une baisse cumulée de valorisation supérieure à 10 %).

**Graphique 74 : Évolution du nombre de fonds obligataires français (sur une population de 1254 fonds) par tranche de rachats (gauche) et d'effet valorisation (droite) cumulés depuis le 18 février 2020**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

**Note de lecture :**

**GAUCHE :** À chaque date, on calcule les flux cumulés de souscriptions/rachats depuis le 18 février. La ligne verte en pointillé marque la séparation entre les fonds en collecte nette (zone vert clair, au-dessus) et les fonds en décollecte nette (en dessous). Le gradient de couleur marque l'intensité relative des rachats subis par les fonds.

**DROITE :** On procède similairement pour les variations cumulées de valorisation. La ligne verte en pointillé sépare les fonds en plus-value de ceux en moins-value (par rapport à la valorisation du fonds en début de période) et le gradient de couleur la magnitude de ces moins-values.

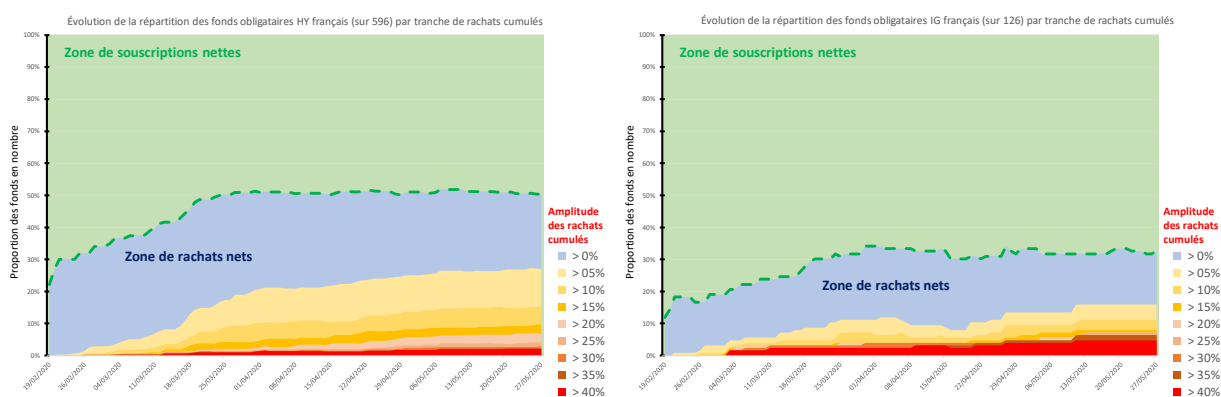
Des graphiques analogues, prenant en compte non plus le nombre de fonds dans chaque catégorie mais l'actif net (au 18 février) des fonds de chaque catégorie permettent de visualiser ces évolutions en volume. Ils sont présentés en Annexe p. 93.



Sur le segment de marché obligataire, on peut regarder plus spécifiquement des fonds exposés à la dette *high-yield*. Le détail des portefeuilles des fonds à fin 2019 (source Banque de France) a été croisé avec une base de notations extraite de Bloomberg. En l'absence de définition réglementaire, on a considéré comme « fonds significativement exposé à la dette *high-yield* » (HY) les fonds pour lesquels les obligations *high-yield*<sup>92</sup> représentaient plus de 20 % de la valeur des titres en portefeuille. Parallèlement, on a labellisé comme « *investment grade* » (IG) les fonds pour lesquels les titres IG représentaient au moins 80 % de la valeur des titres en portefeuille.<sup>93</sup>

Selon cette décomposition, les fonds exposés significativement au *high-yield* représentaient un actif net de 154 milliards d'euros au 18 février 2020, alors que les fonds majoritairement « *investment grade* » cumulaient 37 milliards d'actif net. Au 31 mars 2020, les fonds *high-yield* avaient enregistré un flux cumulé de rachats de 4,6 milliards d'euros (-3 % de l'actif net au 18 février), alors que les fonds *investment grade* avaient collecté près de 800 millions d'euros (+2 % de l'actif net au 18 février).

**Graphique 75 : Évolution des rachats cumulés sur les fonds HY (gauche) et sur les fonds IG (droite)**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

Note de lecture :

**GAUCHE :** À chaque date, on calcule les flux cumulés de souscriptions/rachats depuis le 18 février. La ligne verte en pointillé marque la séparation entre les fonds en collecte nette (zone vert clair, au-dessus) et les fonds en décollecte nette (en dessous). Le gradient de couleur marque l'intensité relative des rachats subis par les fonds.

**DROITE :** On procède similairement pour les variations cumulées de valorisation. La ligne verte en pointillé sépare les fonds en plus-value de ceux en moins-value (par rapport à la valorisation du fonds en début de période) et le gradient de couleur la magnitude de ces moins-values.

Des graphiques analogues, prenant en compte non plus le nombre de fonds dans chaque catégorie mais l'actif net (au 18 février) des fonds de chaque catégorie permettent de visualiser ces évolutions en volume. Ils sont présentés en Annexe p. 93.

Au sein de l'univers des fonds obligataires, les rachats ont ainsi été plus substantiels pour les fonds exposés significativement à la dette *high-yield* que pour ceux investissant plus de 80 % dans des titres *investment-grade*.

**3.4.3. Fonds diversifiés : des rachats limités pendant la crise**

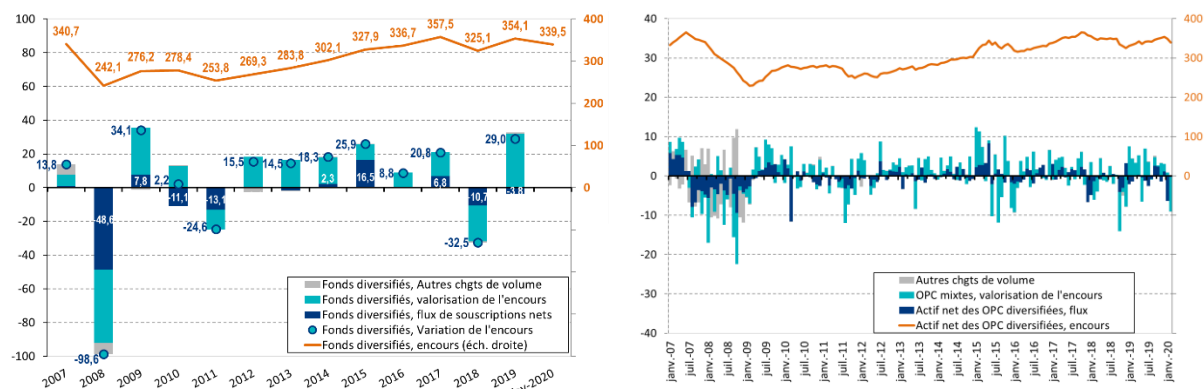
Les fonds diversifiés ont terminé l'année 2019 avec un encours cumulé de 354 milliards d'euros, soit près de 30 milliards d'euros de plus qu'un an plus tôt. Ils ont largement bénéficié du rebond des marchés après la correction de fin 2018, mais ont enregistré près de 4 milliards de rachats nets sur l'année.

<sup>92</sup> Pour être identifiée comme *high-yield*, on a considéré qu'une obligation devait :

- Soit être notée « *below investment grade* » par au moins l'une des trois principales agences de notation ;
- Soit n'avoir été notée par aucune des trois agences.

<sup>93</sup> NB : les seuils sont appliqués après une mise en transparence partielle (i.e. sont mis en transparence les fonds obligataires français présents au portefeuille d'autres fonds obligataires français, mais ne sont pas réalisées les itérations successives pour voir les fonds de fonds de fonds). Du fait de l'existence de titres non obligataires, de parts de fonds étrangers ou non transpartisés, et de titres absents du référentiel de notation, les deux catégories HY et IG ne sont pas complémentaires (i.e. certains fonds obligataires français n'appartiennent ni à l'une, ni à l'autre).

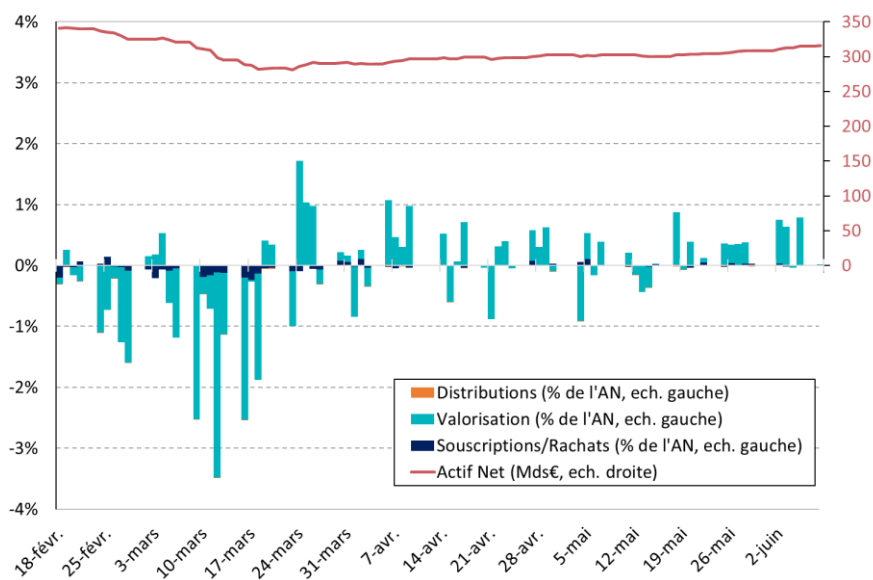
**Graphique 76 : Évolution de l'encours des fonds diversifiés français et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(évolution annuelle à gauche, mensuelle à droite, montants en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC

Sur le mois de mars 2020, les fonds diversifiés n'ont enregistré que 5,6 milliards d'euros de rachats cumulés, alors même qu'ils perdaient plus de 27 milliards de valorisation. Comme c'était déjà le cas pour les fonds actions et les fonds obligataires, les chiffres agrégés sur cette catégorie de fonds remettent en cause la procyclicité des investisseurs, qui n'ont pas montré de signes de panique (*run*). Le mois d'avril a été beaucoup plus calme : les fonds diversifiés ont repris près de 11 milliards d'euros de valorisation et ont enregistré marginalement près de 80 millions d'euros de souscriptions nettes.

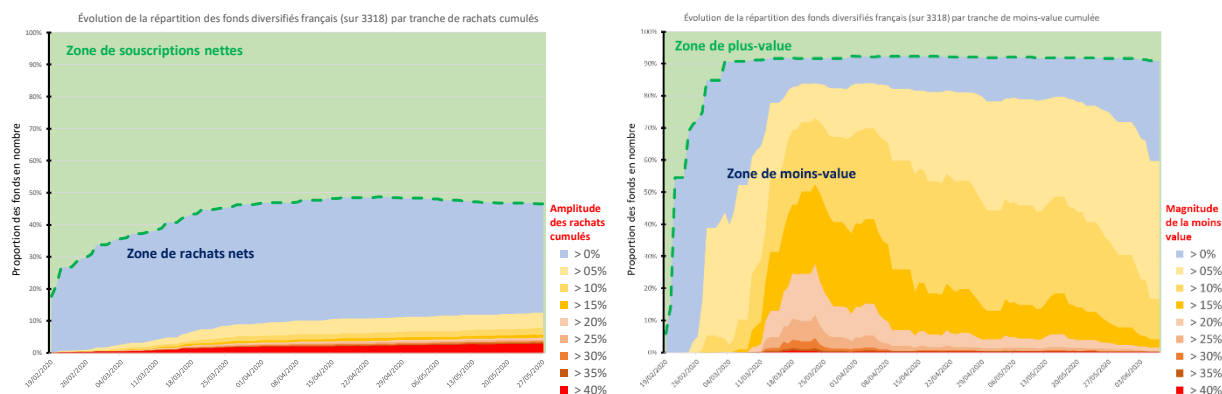
**Graphique 77 : Évolution quotidienne de l'encours des fonds diversifiés français depuis le 18 février 2020 et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(montants en milliards d'euros)



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

Au 29 mai 2020, seuls 261 fonds diversifiés sur un total de 3 347 (soit 8 % en nombre) ont dû faire face à un rachat cumulé de plus de 10 % de leur actif net, alors même qu'ils étaient 1 018 (30 % en nombre) à avoir supporté plus de 10 % de pertes de valorisation (NB : 73 % des fonds diversifiés français avaient enregistré des variations de valorisation cumulées de plus de 10 % au 23 mars).

**Graphique 78 : Évolution du nombre de fonds diversifiés français (sur une population de 3347 fonds) par tranche de rachats (gauche) et d'effet valorisation (droite) cumulés depuis le 18 février 2020**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

**Note de lecture :**

**GAUCHE :** À chaque date, on calcule les flux cumulés de souscriptions/rachats depuis le 18 février. La ligne verte en pointillé marque la séparation entre les fonds en collecte nette (zone vert clair, au-dessus) et les fonds en décollecte nette (en dessous). Le gradient de couleur marque l'intensité relative des rachats subis par les fonds.

**DROITE :** On procède similairement pour les variations cumulées de valorisation. La ligne verte en pointillé sépare les fonds en plus-value de ceux en moins-value (par rapport à la valorisation du fonds en début de période) et le gradient de couleur la magnitude de ces moins-values.

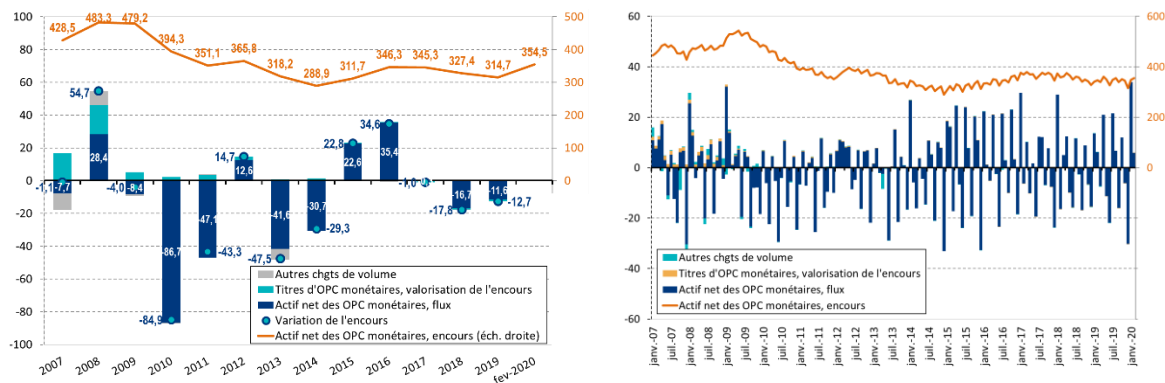
Des graphiques analogues, prenant en compte non plus le nombre de fonds dans chaque catégorie mais l'actif net (au 18 février) des fonds de chaque catégorie permettent de visualiser ces évolutions en volume. Ils sont présentés en Annexe p. 93.

**3.4.3.1. Fonds monétaires : un record absolu de décollecte mensuelle en mars 2020 atteignant 46 milliards d'euros**

Les fonds monétaires (ou *Money Market Funds*, MMF) sont des OPC investissant « dans des actifs à court terme et qui pont pour objectifs distincts ou cumulés d'offrir des rendements comparables à ceux du marché monétaire ou de préserver la valeur d'investissement »<sup>94</sup>. Ils sont essentiels au financement à brève échéance des banques et des entreprises non financières.

**Graphique 79 : Évolution de l'encours des fonds monétaires français, et décomposition des effets de flux et de valorisation**

(évolution annuelle à gauche, mensuelle à droite, montants en milliards d'euros)



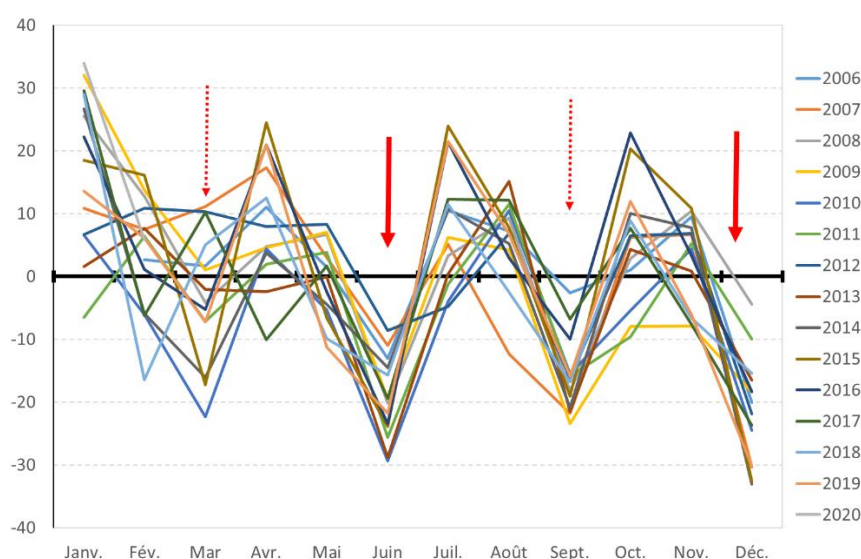
Source : Banque de France, Performance des OPC

<sup>94</sup> Règlement (UE) 2017/1131 du parlement européen et du conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires, chapitre 1, article premier.

Par la nature même des actifs en portefeuille, les variations de l'encours sont surtout liées à des flux de collecte et de décollecte plutôt qu'à des effets de valorisation. C'est d'autant plus vrai depuis la crise financière de 2008 et la crise de la zone euro en 2011, avec les programmes d'assouplissement quantitatifs des banques centrales qui ont maintenu les taux d'intérêt à des niveaux très bas voire légèrement négatifs. La comparaison entre le graphique annuel et le graphique mensuel permet de mettre en évidence une grande cyclicité intra-annuelle des flux de souscriptions/rachats pour les fonds monétaires.

- Des cycles de souscriptions-rachats traditionnellement très marqués sur les MMF

**Graphique 80 : Flux mensuels de souscriptions/rachats sur les fonds monétaires français**  
(en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC

En comparaison des autres types de fonds, les flux de souscription-rachat sur les monétaires sont très significatifs : ils peuvent ainsi atteindre, en régime normal, 10 % de l'actif net agrégé des MMF sur un mois. Ils sont aussi très cycliques, et leurs fluctuations sont notamment liées aux besoins de trésorerie des entreprises, financières ou non-financières. Ainsi, les fins de trimestres, et plus encore les échéances de fin de semestres sont marquées par des flux de rachats significatifs : les entreprises retirent leurs liquidités placées sur les fonds monétaires pour régler des charges et structurer leurs bilans financiers. Inversement, les deux premiers mois de chaque trimestre sont traditionnellement des mois de souscriptions substantielles sur les fonds monétaires.

La cyclicité traditionnelle de fin de trimestre a été fortement accentuée en mars 2020. Sur la base de l'agrégation des données individuelles de l'AMF, l'actif net des fonds monétaires français a ainsi diminué de 14,6 % entre février et mars 2020, soit le niveau de baisse mensuelle le plus fort depuis le début de la série<sup>95</sup>. Ce mouvement est-il lié à la situation de crise ayant prévalu en mars 2020 ? Pour répondre à cette question, on peut voir si les mouvements sur les fonds monétaires sont reliés à la chute des marchés actions (les variations de l'EURO STOXX 50<sup>96</sup> permettant ici d'apprécier la santé de l'environnement macro-financier). On peut ainsi montrer que, historiquement, l'ampleur des flux cycliques de souscription-rachats n'est pas nécessairement corrélée à l'environnement financier. En effet, les mois de fortes diminutions de l'actif net n'ont pas toujours été concomitants des périodes de baisse des marchés actions comme on le voit dans le tableau suivant.

<sup>95</sup> Avant cela, la plus forte baisse avait été constatée en juin 2013 avec une chute de 9,5 % de l'actif net. NB : Les données antérieures à 2012 étant jugées moins fiables, le choix a été fait de les exclure de l'analyse et de se concentrer sur les données les plus robustes.

<sup>96</sup> Des régressions complémentaires ont été menées afin de tester la pertinence d'autres variables explicatives (les *spread corporate Investment Grade* et *High Yield*, un indicateur de stress systémique, le VSTOXX et le VIX). Compte tenu de la significativité du paramètre et de la profondeur de la série de données, l'EURO STOXX 50 a été choisi comme variable explicative pour l'analyse.

**Tableau 8 : Variation sur un mois de l'actif net des fonds monétaires**  
(en %)

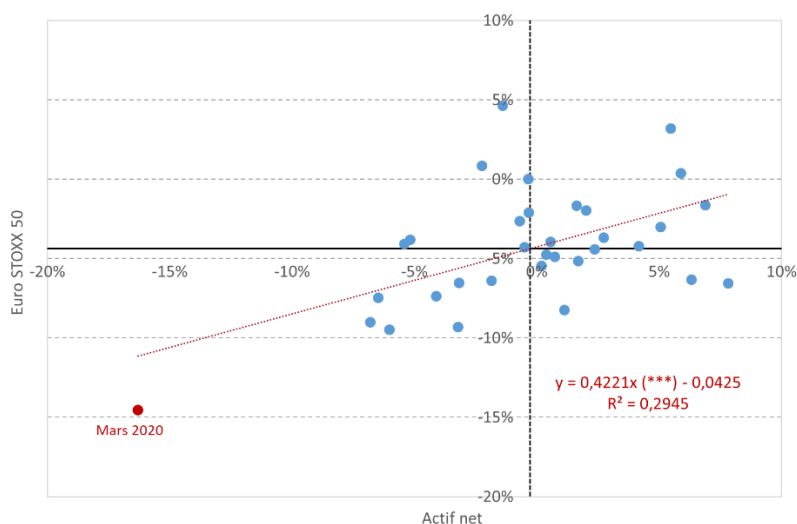
	Mars	Juin	Septembre	Décembre
<b>2012</b>	4,6%	-1,6%	-4,0%	-4,4%
<b>2013</b>	0,0%	-9,5%	-6,3%	-4,9%
<b>2014</b>	-4,8%	-4,3%	-5,2%	-9,3%
<b>2015</b>	-3,7%	-7,4%	-3,8%	-9,0%
<b>2016</b>	-2,0%	-7,5%	-2,6%	-6,6%
<b>2017</b>	3,2%	-6,5%	-3,0%	-6,4%
<b>2018</b>	0,8%	-2,1%	-5,5%	-4,1%
<b>2019</b>	-1,7%	0,4%	-4,2%	-8,2%
<b>2020</b>	-14,6%			

Source : AMF, base BIO

Note : les cases en orange clair correspondent aux mois où l'EURO STOXX 50 (sans dividendes) a subi une baisse mensuelle comprise entre -5 % et -10 %. Les cases en orange foncé correspondent aux mois où l'EURO STOXX 50 (sans dividendes) a diminué de plus de 10 %. On constate que les variations les plus importantes de l'actif des fonds monétaires ne sont pas forcément celles correspondant à ces cases à l'exception notable de mars 2020.

- Afin d'affiner ce résultat, une régression entre les variations de l'EURO STOXX 50 et celles de l'actif net des fonds monétaires est menée. Cette analyse bi-variée indique une corrélation significative et une variance expliquée d'environ 30 %. D'autres facteurs jouent donc certainement également un rôle, mais il semble que le cycle boursier ait une influence non négligeable sur les flux de souscriptions/rachats des fonds monétaires. Le point représentatif de mars 2020, situé en dessous de la droite de régression, montre que la baisse de l'actif net est plus forte que ce qui aurait été attendu, ce qui renforce l'idée que d'autres facteurs ont été à l'œuvre ce mois-ci.

**Graphique 81 : Mise en relation des variations (sur le dernier mois de chaque trimestre) de l'actif net (en ordonnées) et de l'EURO STOXX 50 (en abscisses) sur la période Q1-2012 – Q1-2020**



Source : AMF, base BIO

Note : les étoiles entre parenthèses indiquent le niveau de significativité du coefficient (\*\*\*)  $p < 0,01$ .

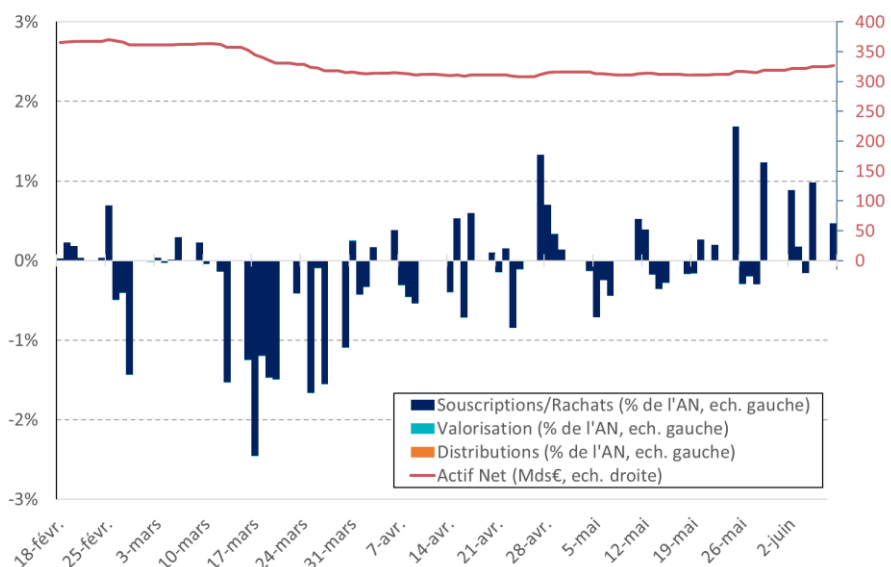
Les axes du graphique se croisent au niveau des moyennes pour chacune des séries (soit -4,4 % pour la variation de l'actif net et -0,3 % pour la variation de l'EURO STOXX 50).

La relation entre la variation de l'actif net des fonds monétaires et le cycle boursier a été fortement renforcée par la crise de la COVID-19. La même régression sans la dernière observation (mars 2020) possède un pouvoir explicatif bien moindre avec une variance expliquée moitié moins grande, à environ 14 %.

□ Un choc de rachats très violent en mars 2020

La crise économique induite par la COVID-19 et la mise en place de mesures de confinement a donc exposé les fonds monétaires à des vagues massives de retraits au mois de mars 2020, atteignant 46 milliards d'euros, dont 26 milliards sur la seule semaine du 16 mars, avec un pic de rachat observé le 17 mars (8,5 milliards).

**Graphique 82 : Évolution quotidienne de l'encours agrégé des fonds monétaires français depuis le 18 février 2020, et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(montants en milliards d'euros)



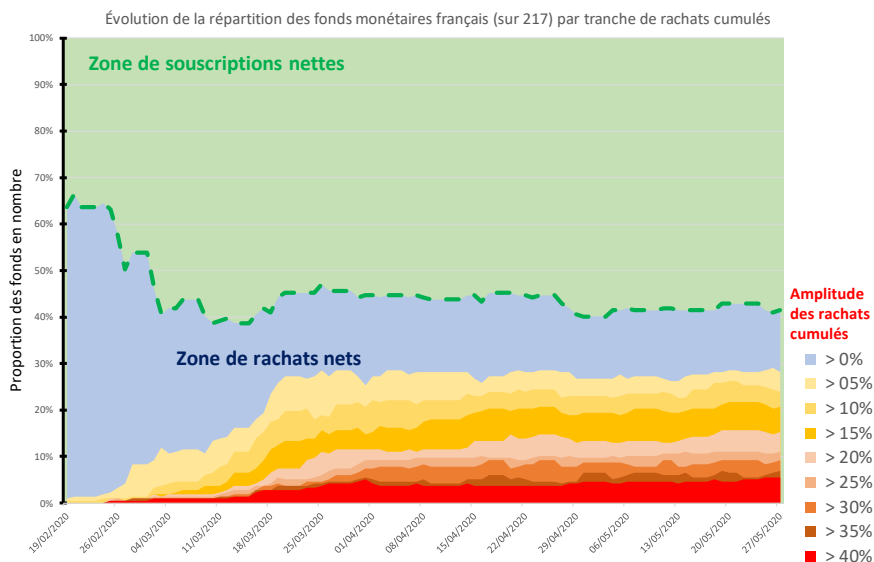
Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

**NB** : les effets de valorisation et de distribution sont marginaux sur les fonds monétaires, surtout lorsqu'ils sont mis en regard des flux de souscription-rachat. Les barres jaunes et orange ne sont ainsi quasiment pas visibles sur le Graphique 80.

La comparaison de ces chiffres avec le Graphique 76 permet de réaliser la magnitude du choc : le record des rachats mensuels enregistrés jusqu'à présent était de 33 milliards en décembre 2014, et le maximum pour un mois de mars était de 22 milliards en 2010.

Le mois d'avril 2020 a permis une stabilisation des encours autour de 315 milliards d'euros, notamment grâce à près de 8 milliards d'euros de souscriptions enregistrées sur les quatre derniers jours du mois.

**Graphique 83 : Nombre de fonds monétaires français (sur une population de 217 MMF) dont les rachats nets cumulés depuis le 18 février excèdent une certaine proportion de l'actif net initial**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

Note de lecture :

À chaque date, on calcule les flux cumulés de souscriptions/rachats depuis le 18 février. La ligne verte en pointillé marque la séparation entre les fonds en collecte nette (zone vert clair, au-dessus) et les fonds en décollecte nette (en dessous). Le gradient de couleur marque l'intensité relative des rachats subis par les fonds.

Un graphique analogue, prenant en compte non plus le nombre de fonds dans chaque catégorie mais l'actif net (au 18 février) des fonds de chaque catégorie permet de visualiser ces évolutions en volume. Il est présenté en Annexe p. 93.

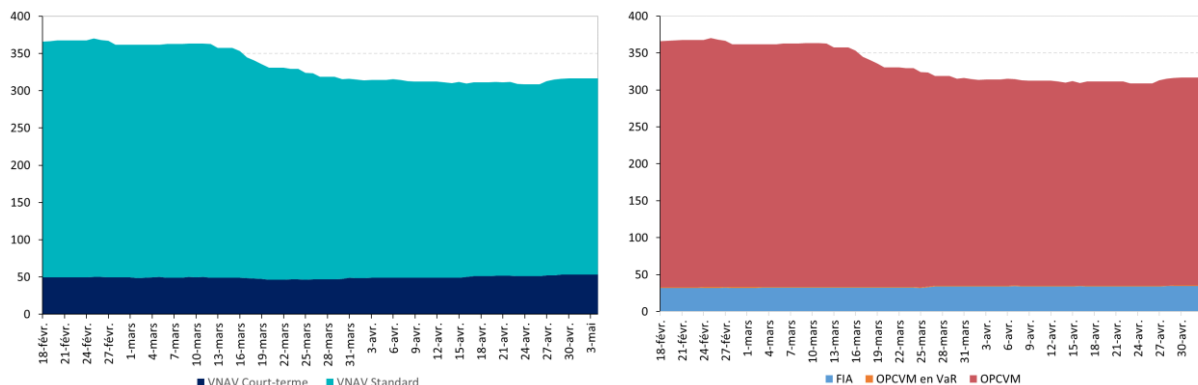
Le graphique précédent montre que le phénomène de rachat a été concentré sur un nombre limité de fonds. Dans l'ensemble, il y a eu légèrement plus de fonds qui ont collecté pendant la période que de fonds qui ont subi des rachats, et à peine plus d'un quart des fonds monétaires a enregistré des rachats cumulés pour plus de 5 % de l'actif net initial. À la date du 29 mai, seuls 25 fonds ont perdu plus de 25 % de leur actif net. En définitive, aucun MMF de droit français n'a été contraint de suspendre les rachats, malgré de très importantes sorties pour certains.

En décomposant le marché des MMF français, on réalise que les rachats se sont concentrés sur les monétaires standard, qui ont accusé un repli de près de 17 % sur la période, alors que les fonds monétaires court-terme ont plutôt bénéficié de souscriptions (8 % sur la période).<sup>97</sup> En parallèle, on constate que les rachats ont surtout concerné les OPCVM (-15,5 %) par opposition aux FIA (+7,8 %).<sup>98</sup>

<sup>97</sup> Selon l'article 10 du règlement (UE) 2017/1131 sur les fonds monétaires, un fonds monétaire « court terme » investit dans des instruments du marché monétaire d'une maturité nécessairement inférieure à 397 jours, tandis qu'un fonds monétaire « standard » peut investir également dans des instruments du marché monétaire d'une maturité résiduelle de 2 ans, pour autant que le délai jusqu'à la prochaine mise à jour du taux d'intérêt soit inférieur ou égal à 397 jours.

<sup>98</sup> 83 % des FIA monétaires sont des fonds d'épargne salariale (cette proportion tombe à 62 % en termes d'encours au 18 février 2020). Il peut donc y avoir une plus forte proportion de clientèle de détail dans cette catégorie, expliquant le comportement atypique.

**Graphique 84 : Évolution des encours de MMF français en milliards d'euros, décomposition par type (Court-terme vs standard, à gauche) et par nature (OPCVM vs. FIA, à droite)**



Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

□ Comment comprendre ces rachats records pour les fonds monétaires français ?

Deux études publiées sous l'égide du Haut Conseil de Stabilité Financière (Benhami et al, 2018, Chrétien et al, 2020) ont mis en lumière la forte interconnexion des entités du secteur financier français et la place de la gestion d'actifs dans ce réseau, en particulier pour ce qui concerne la transmission des chocs de valorisation. La dernière analyse insistait sur la nécessité de prendre en compte les comportements des investisseurs pour modéliser les flux de souscriptions/rachats et les différents arbitrages. L'analyse sectorielle doit ainsi être complétée par une vue d'ensemble qui puisse éclairer les nouveaux équilibres.

Comme cela a pu être constaté dans les sections précédentes, dans le périmètre des fonds de droit français, les principaux mouvements de passif se sont concentrés sur les fonds monétaires. On peut légitimement se poser la question de la destination des 46 milliards d'euros retirés des MMF français sur le mois de mars 2020 (rappelons que ce flux est près de deux fois supérieur au maximum observé lors d'un mois de mars depuis 2006). Des travaux sont actuellement en cours pour tester la validité de plusieurs hypothèses (et quantifier leurs effets) :

- Les entreprises non financières, mais aussi certaines sociétés financières, peuvent avoir choisi de retirer leurs liquidités des fonds monétaires pour accumuler des réserves de sécurité (*cash hoarding*) en numéraire ou sur des dépôts bancaires. Les établissements bancaires, qui ont accès à la liquidité de banque centrale ont peut-être été jugés plus sécurisés. De fait, la Banque de France indique que les dépôts bancaires des Sociétés non financières (SNF) sont passés de 633 milliards d'euros fin février à 674 milliards d'euros à fin mars (soit plus 40 milliards d'euros de versements sur le mois de mars 2020) et à 715 milliards d'euros à fin avril (+41 milliards d'euros). Par comparaison, un an auparavant (en mars et avril 2019), les flux sur les dépôts bancaires des SNF françaises n'avaient atteint que 11 et 9 milliards d'euros respectivement.<sup>99</sup> Ces nouveaux dépôts bancaires des SNF dépassent de beaucoup les montants des nouveaux emprunts bancaires souscrits par les SNF sur cette période (36 milliards d'euros en mars et 25 milliards d'euros en avril, soit un excédent de dépôts de 20 milliards d'euros sur les deux mois).<sup>100</sup> L'accumulation de liquidités sur les comptes bancaires des SNF ne s'explique donc pas uniquement par le décaissement des emprunts ;
- Ces mêmes agents économiques ont pu avoir besoin d'accéder à leur trésorerie pour régler des charges fixes résiduelles dans un contexte d'effondrement de l'activité, et éventuellement pour financer l'adaptation au travail à distance ;

<sup>99</sup> Voir [http://webstat.banque-france.fr/fr/quickview.do?SERIES\\_KEY=279.BS1.M.FR.N.A.L20.A.1.U6.2240.Z01.E](http://webstat.banque-france.fr/fr/quickview.do?SERIES_KEY=279.BS1.M.FR.N.A.L20.A.1.U6.2240.Z01.E) pour les encours et [http://webstat.banque-france.fr/fr/quickview.do?SERIES\\_KEY=279.BS1.M.FR.N.A.L20.A.4.U6.2240.Z01.E](http://webstat.banque-france.fr/fr/quickview.do?SERIES_KEY=279.BS1.M.FR.N.A.L20.A.4.U6.2240.Z01.E) pour les flux.

<sup>100</sup> Cf. Banque de France, *Crédits aux Sociétés non financières* (Mai 2020), <https://www.banque-france.fr/statistiques/credit/credit/credits-aux-societes-non-financieres>



- Certains agents financiers pourraient avoir utilisé leurs liquidités investies sur les MMF pour régler leurs appels de marge ;
- Certains investisseurs, y compris institutionnels, pourraient avoir arbitré leurs placements monétaires pour acheter des supports plus dynamiques (actions en direct ou fonds actions), et ainsi tirer parti d'un rebond dans les valorisations boursières. Dans l'étude de la pertinence de cette hypothèse, il convient de souligner que les flux de placement sur les fonds actions français sont restés modérés sur la période (+3,4 milliards d'euros en cumulé sur mars et avril), et qu'ils sont plutôt de l'ordre de grandeur des rachats sur les fonds diversifiés (-5,5 milliards d'euros). La détention en direct, ou l'investissement sur des fonds dynamiques étrangers reste une possibilité ;
- Enfin, on peut envisager que l'argent retiré des MMF français ait simplement été transféré vers des MMF domiciliés dans d'autres juridictions européennes (l'Irlande, le Luxembourg et la France sont les trois principaux pays de domiciliation des fonds monétaires en Europe). Selon les données publiées par les banques centrales nationales, l'actif net des fonds monétaires luxembourgeois a augmenté de 12 milliards d'euros sur le mois de mars et à nouveau de 37 milliards d'euros sur le mois d'avril.<sup>101</sup> De leur côté, les MMF irlandais ont enregistré des rachats en mars (l'actif net agrégé a diminué de 12 milliards d'euros), et de larges souscriptions en avril (leur actif net a augmenté de plus de 30 milliards d'euros sur le mois).<sup>102</sup>

Pour expliquer cette évolution différentielle entre les principales juridictions européennes, la piste d'un possible « *flight to security* » au sein de l'univers des MMF, vers des fonds monétaires de type « court terme » et exposés notamment à la dette souveraine va être étudiée.

Par ailleurs, il ne faut pas négliger l'hétérogénéité du marché des fonds monétaires :

- Il faut en effet rappeler que co-existent en Europe trois grands types de MMF, qui diffèrent essentiellement par les règles comptables d'amortissement : les fonds à valeur liquidative variable (VNAV), les fonds à valeur liquidative constante (CNAV) et les fonds dont la valeur liquidative est faiblement volatile (LVNAV). Le marché français se compose exclusivement de VNAV, mais le Luxembourg et l'Irlande disposent des trois types. Si les fonds à valeur liquidative constante peuvent sembler sécurisés dans la mesure où ils paraissent garantir la valeur de l'investissement, les règles comptables qui les gouvernent créent en réalité un déséquilibre entre la valeur de marché de l'actif et celle du passif, accroissant de fait le risque de liquidité et la prime au premier sortant ;
- Par ailleurs, les MMF européens ne sont pas tous libellés dans la même devise : en plus de l'euro, on trouve ainsi des fonds en dollar américain et en livre sterling. Les fluctuations de change et les possibilités de refinancement dans l'une ou l'autre des devises de référence peuvent donc aussi expliquer des arbitrages ;
- Enfin, en les fonds monétaires court-terme peuvent apparaître plus sécurisés que les fonds à maturité plus longue (les MMF standard).

Une analyse à l'échelle européenne à partir d'une base commerciale (Morningstar) permet de donner quelques éléments chiffrés à l'appui de ces explications. La base n'est pas exhaustive, et certaines données ne sont pas renseignées, mais elle permet toutefois de se faire une idée du marché des MMF européens.<sup>103</sup>

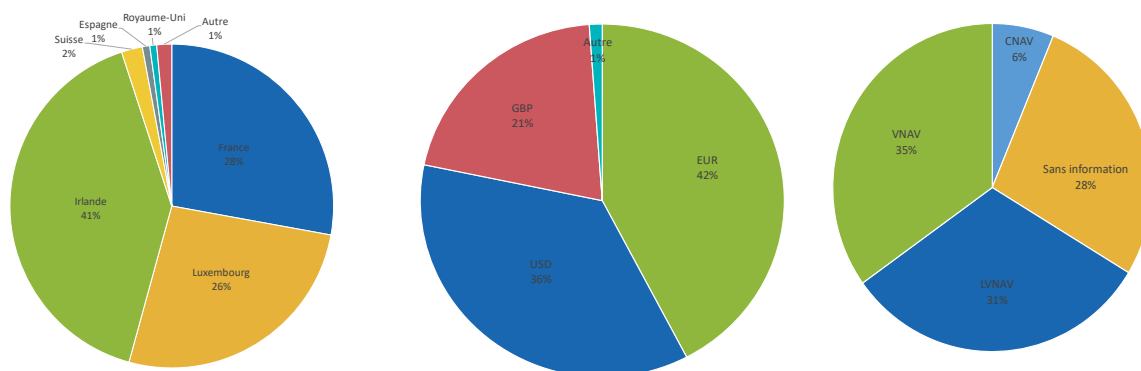
---

<sup>101</sup> Le bilan agrégé des fonds monétaires, disponible sur le [site de la Banque centrale du Luxembourg](#), reporte que l'actif net des MMF luxembourgeois (i.e. la valeur des parts émises) est passé de 344,0 milliards d'euros à fin février, à 355,9 milliards d'euros à fin mars, pour atteindre 392,9 milliards d'euros à fin avril (données mises à jour au 2 juin 2020).

<sup>102</sup> Les données publiées par la [Banque centrale d'Irlande](#) indiquent en effet que l'actif net des MMF irlandais est passé de 573,8 milliards d'euros à 561,8 milliards d'euros entre fin février et fin mars. Il s'établissait à 592,0 milliards d'euros au 30 avril.

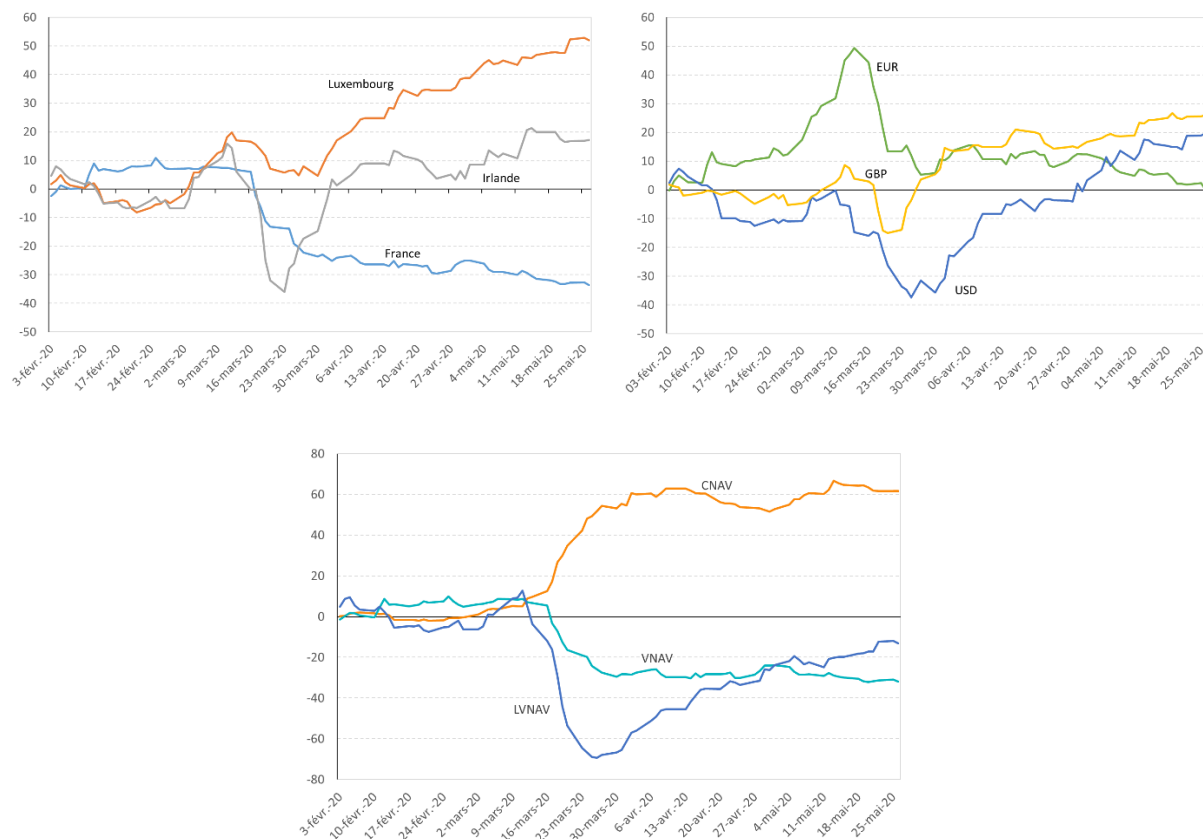
<sup>103</sup> L'analyse porte sur un échantillon de 513 MMF domiciliés en Europe et pour lesquels Morningstar renseigne au moins une variable de flux/encours entre le 1<sup>er</sup> février et le 26 mai 2020. On y retrouve 159 MMF français. L'actif net cumulé de ces fonds début février atteignait 1 251 milliards d'euros.

**Graphique 85 : Structure du marché européen des MMF (pourcentages en termes d'actif net au 3 février 2020) répartition par domiciliation des fonds (gauche), par devise (milieu), par type de MMF (droite)**



Source : Morningstar, calculs AMF

**Graphique 86 : Flux cumulés de souscription rachat sur les MMF européens depuis le 3 février 2020 décomposition par domiciliation des fonds, par devise et par type de MMF**



Source : Morningstar, calculs AMF

Une analyse du passif des fonds monétaires français est en cours à la Banque de France à partir des données de dépositaires (PROTIDE) pour tenter de déterminer les catégories d'investisseurs qui ont plus particulièrement réagi durant le mois de mars.

### 3.5. RÉSILIENCE OPÉRATIONNELLE ET MESURES D'URGENCE : QUELS OUTILS DE GESTION DE LIQUIDITÉ ÉTAIENT DISPONIBLES POUR LES FONDS FRANÇAIS ?

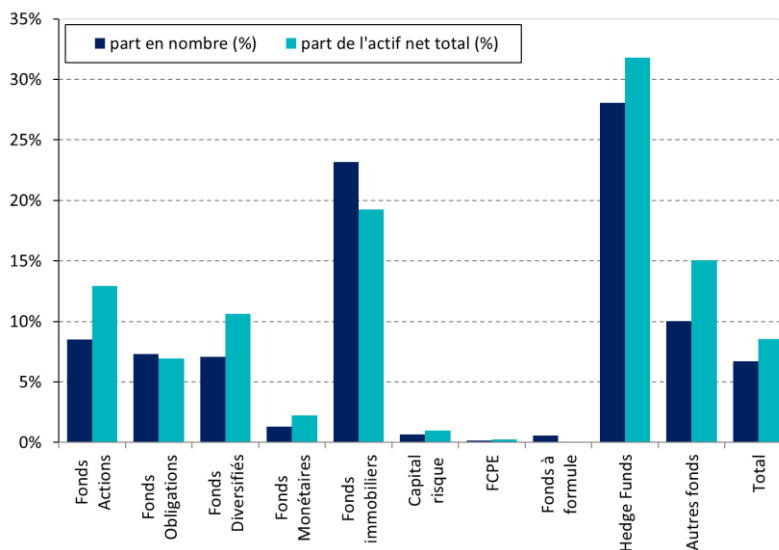
Depuis la loi Sapin 2 de 2016, l'ensemble de l'arsenal des outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, ou LMT) est à la disposition des fonds de droit français. Pour autant, l'autorisation de mise en œuvre des différents mécanismes par le législateur et le régulateur ne signifie pas que les fonds se soient effectivement dotés de tous ces instruments. Afin de fournir une première appréciation de leur introduction dans la documentation contractuelle des fonds, et en l'absence de reporting officiel standardisé aux superviseurs, la Banque de France et l'AMF ont développé un programme de lecture automatisée qui a été testé sur la totalité des 9899 prospectus de fonds agréés par l'AMF et en vie au 31/12/2019.

Les premiers résultats de cette analyse, qui devrait faire l'objet d'une publication prochaine, montrent que la grande majorité des fonds de droit français prévoit la possibilité de suspendre les rachats dans des circonstances exceptionnelles et si l'intérêt des porteurs le commande (82 % de l'actif net des fonds français).<sup>104</sup>

En revanche, les fonds étaient très peu nombreux à avoir prévu des mesures anti-dilutives (un *swing-pricing* était prévu pour 6 % de l'actif net cumulé des fonds français, et des commissions ajustables acquises pour seulement 2 %). Durant la crise, lors de sa séance du 31/03/2020, le Collège de l'AMF a décidé d'assouplir (à titre temporaire) les modalités qui s'imposaient aux sociétés de gestion pour introduire ou augmenter des droits d'entrée/sortie ajustables acquis aux fonds (*anti-dilution levies*, ou ADL). En particulier, les gérants n'étaient plus tenus par l'obligation d'information particulière assortie de la possibilité de sortie sans frais. Cette flexibilité temporaire pourrait avoir permis d'augmenter le recours au dispositif.

Enfin, les plafonnements de rachats (*gates*) concernaient 9 % de l'actif net cumulé des fonds français à fin 2019.

**Graphique 87 : Mention d'un mécanisme de *gates* dans le prospectus**  
(en % du nombre de fonds et de l'actif net, par type de fonds)



Source : analyse des prospectus, AMF-BdF

À titre anecdotique, l'outil de lecture automatisé permet aussi de recenser les fonds associés à un *side-pocket* (c'est-à-dire les fonds qui ont décidé d'isoler du reste de leur portefeuille des actifs qui se sont révélés douteux ou

<sup>104</sup> La faculté du gérant de suspendre les souscriptions et les rachats (pour peu que cela soit indiqué dans le prospectus) se double d'un pouvoir à la seule main de l'AMF (Art. L.621-13-2 et L. 621-13-3 du Code monétaire et financier) : l'Autorité peut en effet exiger la suspension totale (à titre provisoire) des souscriptions et des rachats sur tout OPCVM ou FIA de droit français (« lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande »).

illiquides : ces titres sont transférés à un fonds dédié qui est géré de manière extinctive). Ces fonds de cantonnement peuvent être mis en place, à l'initiative du gérant, par tous les fonds de droit français. Ils ont particulièrement été utilisés suite à la révélation de la fraude Madoff. Les *sides-pockets* ne concernent finalement qu'une part infime de l'encours des fonds français (0,2 %), et sont surtout concentrés sur les *hedge-funds* (où ils atteignent une proportion de 12 % de l'actif net).

#### Encadré 4 : Les exercices de stress-tests et la crise de 2020

L'identification en amont des fonds les plus vulnérables à un choc de marché a fait l'objet de simulations au niveau européen tant de la part de la BCE<sup>105</sup> que de l'ESMA<sup>106</sup>. La crise COVID-19 offre une expérience naturelle permettant de voir si les fonds ainsi repérés sont bien ceux qui ont le plus été impactés et si, face à la crise de liquidité, leur incapacité à répondre à des appels de marge et à honorer des rachats a effectivement été observée. Tel n'a pas été le cas, malgré un choc parfois supérieur à ceux simulés, et aucun de ces fonds n'a fait défaut suite à la crise (même le seul identifié comme vulnérable à la fois par la BCE et par l'ESMA). Les hypothèses de ces simulations pourraient être améliorées au vu de ce retour d'expérience qui confirme la précaution avec laquelle leurs conclusions doivent être prises.

L'exercice de la BCE informe utilement sur les tensions sur la gestion de la liquidité des fonds actions, obligations et diversifiés susceptibles d'être induites par les appels de marge. Malgré une sévérité du choc de la crise de la COVID-19 proche de celle des 2 scénarios testés par la BCE, les vulnérabilités aux appels de marge identifiées par la BCE n'ont toutefois pas permis de prédire de défaut de fonds français dans ce contexte. De plus, l'exercice ne permet pas de caractériser, à l'aune de leur performance et de leurs flux de collecte, de vulnérabilité particulière des fonds français aux chocs de la crise de la COVID-19. De fait, aucun fonds français de la population française testée n'a fait défaut durant cette période. Deux raisons l'expliquent cependant. L'une technique : la taille limitée de l'échantillon de (200) fonds français testé, donc le nombre limité de fonds vulnérables identifiés dans ce cadre (43 ou 24 selon le scénario). Les deux cas de difficultés à honorer des appels de marge observés par l'AMF durant la crise de la COVID-19 (l'un par des fonds français gérés par une SGP britannique, l'autre par des fonds luxembourgeois gérés par une SGP française) ne figurent pas dans cet échantillon. D'autre part, l'écart entre prédictions du stress test et phénomènes observés est probablement moins dû à un excès de sévérité des scénarios envisagés, qu'à une définition conservatrice des actifs liquides (HQLA) et à l'absence de prise en compte de facteurs permettant en pratique de gérer les tensions sur la liquidité des fonds (possibilité de contracter des lignes de crédit jusqu'à 10 % de l'actif des fonds, etc.).

L'exercice de simulation de stress de liquidité (stress simulation – STRESI) de l'ESMA mené en 2019, identifie quant à lui en particulier quatre fonds obligataires comme particulièrement vulnérables parmi 387 fonds de droit français testés. Ces fonds ont de fait subi durant la crise de la COVID-19 des baisses d'actif net plus importantes que celles observées pour l'ensemble des fonds obligataires français sur la période (-6,2 %). Deux fonds se trouvent même parmi les 10 % de fonds obligataires français ayant subi les plus fortes réductions d'actif net. Un fonds a vu son actif net décroître plus fortement que 75 % des fonds français obligataires. Enfin, un fonds a enregistré une baisse d'actif net de 10,3 % alors que la médiane pour les fonds obligataires français s'élève à 6,2 %. Ces baisses d'encours traduisent des demandes de rachats plus fortes que celles des autres fonds de même catégorie, mais restent dans 3 cas sur 4 inférieures aux décollectes simulées par l'ESMA. En conclusion, les fonds identifiés vulnérables par l'ESMA sont particulièrement impactés par la crise, bien que subissant en général des décollectes inférieures à celles simulées dans le STRESI. On note cependant que dans le cas de deux fonds, les rachats cumulés du 21 février au 3 avril, bien que supérieurs aux actifs liquides estimés par l'ESMA, ont été honorés. Ceci confirme la nécessité de nuancer la notion d'actif liquide (HQLA) retenue par le STRESI et de mieux prendre en compte les outils de gestion de liquidité mobilisables par les fonds dans ce contexte.

### 3.6. LES ETF DANS LA CRISE : UN MARCHÉ GÉNÉRALEMENT RÉSILIENT MAIS DES POINTS DE VIGILANCE

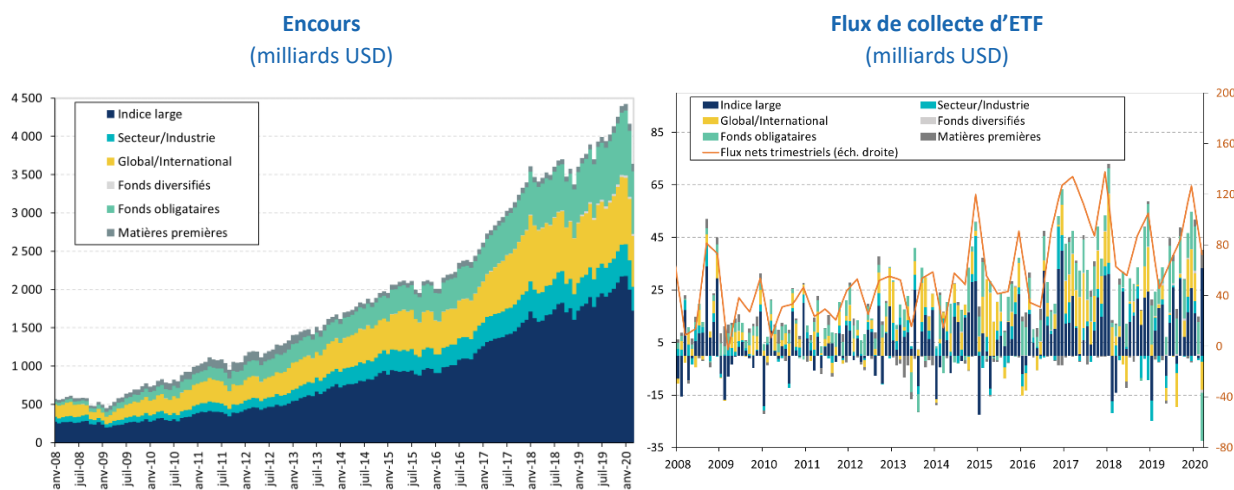
La croissance de la gestion passive est attestée avant tout par le développement des ETF. Durant la crise COVID-19, la croissance des ETF a connu des fortunes contrastées. Aux États-Unis, les encours sous gestion (Graphique 88) ont enregistré une correction significative en février (-5,8 %) et surtout en mars 2020 (-12,6 %). Cette évolution traduit cependant exclusivement des effets de valorisation, attribuables pour l'essentiel aux actions. En effet, les ETF américains ont continué de bénéficier d'une collecte nette positive (Graphique 88). Ceci a même été observé en mars 2020, en dépit des évolutions contrastées des différentes catégories de produits

<sup>105</sup> [Derivatives-related liquidity risk facing investment funds](#) section of ECB Financial Stability Review, May 2020.

<sup>106</sup> ESMA, 2019, Stress simulation for investment funds (ESMA economic report), [ESMA50-164-2458](#), 5 September 2019.

en leur sein, la collecte de 33,3 milliards de dollars des ETF d'actions américaines compensant à elle seule la décollecte de 18,4 milliards des ETF obligataires et de 10,7 milliards des ETF d'actions internationaux. Ainsi, les flux de collecte nets sont-ils ressortis à 72,5 milliards au premier trimestre 2020, dans la moyenne des deux années précédentes (79,2 milliards).

**Graphique 88 : ETF aux États-Unis**

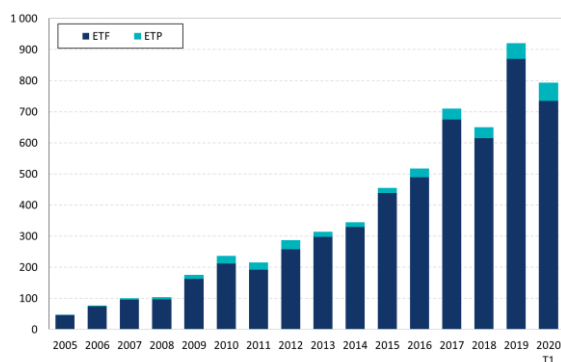


Source : ICI, AMF

Source : ICI, AMF

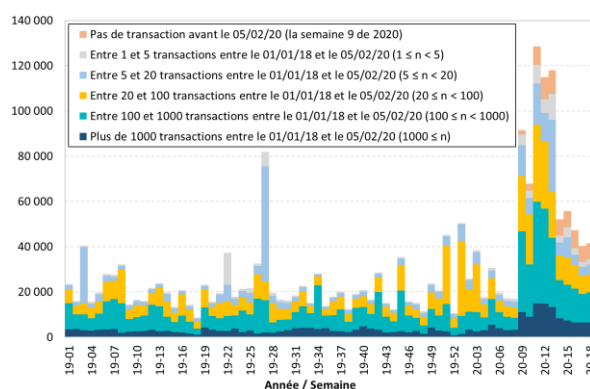
Les évolutions en Europe contrastent en partie avec celles du marché américain. Si l'évolution des encours (Graphique 89) a été similaire (-18,1 % au premier trimestre 2020 vs. -17,2 % aux États-Unis), cette baisse est plus largement attribuable à la décollecte de 25,8 milliards d'euros enregistrée en mars 2020 (9,9 milliards d'euros au premier trimestre, Graphique 91). Cette décollecte avant tout attribuable aux ETF actions, a notamment affecté les stratégies Smart Beta (Graphique 91). A l'inverse on a observé une relative persistance de la collecte des ETF obligataires, qui sont restés positifs, et surtout des ETF fondés sur des stratégies ESG. Par ailleurs, on observe un regain d'intérêt des particuliers pour la négociation d'ETF (Graphique 90).

**Graphique 89 : Europe : Encours d'ETF/ETP (milliards d'euros)**



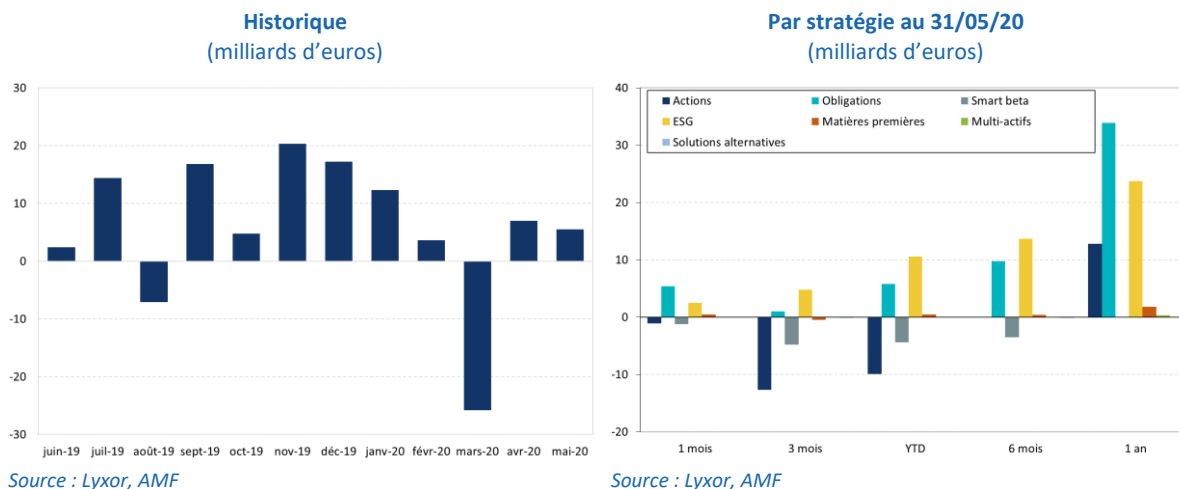
Source : ETFGI, AMF

**Graphique 90 : Europe : Nombre de transactions sur ETF des particuliers (milliards d'euros)**



Source : AMF. Note : la couleur indique le nombre de transactions effectuées avant la crise de la COVID-19 – les investisseurs n'ayant jamais traité depuis début 2018 sont en orange, les investisseurs les plus actifs en bleu.

Graphique 91 : Flux net de collecte des ETF européens



□ Une liquidité généralement résiliente...

Alors que les autorités macroprudentielles et de marché s'interrogent sur les risques de transformation de liquidité<sup>107</sup> des ETF et sur leur vulnérabilité aux chocs de liquidité<sup>108</sup>, il est opportun d'examiner ce marché à la lumière de la crise de la COVID-19. En particulier, le marché américain, fait ressortir à cet égard les évolutions les plus remarquables et les plus contrastées.

D'une part, on y constate une relative résilience du marché des ETF en temps de crise<sup>109</sup>. Par exemple, l'ETF SPY, principal ETF sur indice S&P 500, a, malgré une chute de 25 % depuis son plus haut historique de février 2020, enregistré sans disruption majeure des volumes de transactions de plus de 50 milliards de dollars pendant 14 jours consécutifs, avec un record inégalé (tout instrument coté confondu) de 113 milliards de dollars le 28 février. Plus généralement, les ETF ont eu un rôle accru sur les marchés secondaires : pendant la première quinzaine de mars, les volumes d'ETF échangés ont constamment et significativement dépassé 30 % des volumes de transactions boursiers, atteignant même 40 %, là où en temps normal ce ratio se situe en deçà de 30 %, au voisinage de 25 %.

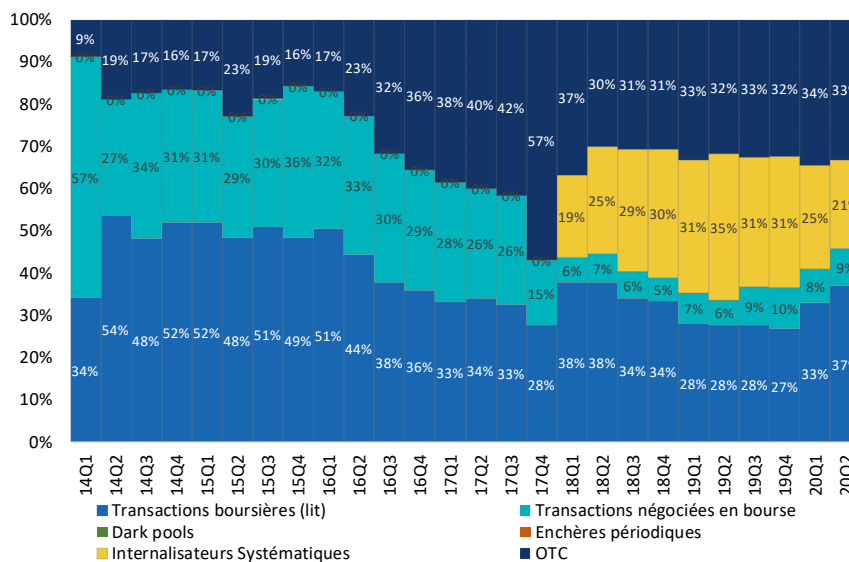
En Europe, signe d'un bon fonctionnement des marchés, les volumes d'ETF négociés sur les plateformes soumises à exigence de transparence pré-négociation ont crû de 4 % pendant la crise (Graphique 92) les investisseurs privilégiant la transparence. Les flux vers les internalisateurs systématiques ont, de leur côté, chuté de près de 6 %.

<sup>107</sup> Mesure dans laquelle ils offrent une liquidité supérieure à celle de leurs actifs sous-jacents.

<sup>108</sup> M. Pagano, A. Sánchez Serrano, J. Zechner (2019); [Can ETFs contribute to systemic risk?](#); Report of ESRB's Advisory Scientific Committee n°9; June; H. Peirce (2019); SEC Commissioner [remarks](#) at FSB/IOSCO Joint Workshop on ETFs and Market Liquidity; June 10, 2019; [IOSCO \(2020\)](#); Factsheet.

<sup>109</sup> S. Antoniewicz; [ETFs are passing the COVID-19 crisis test](#); ICI Viewpoint; 17/03/20.

**Graphique 92 : ETF européens : part des volumes négociés selon mode de négociation (%)**



Source: Refinitiv, AMF

De plus, les ETF ont contribué activement au processus de découverte des prix. Les 9 et 12 mars, par exemple, avant l'ouverture des marchés, alors que les négociations des *futures* sur indice S&P 500 étaient suspendues (leur cours ayant chuté de 5 %), les ETF sur indice S&P 500 ont continué d'être traités et ont participé à la formation des prix à l'ouverture des bourses<sup>110</sup>.

Les mécanismes de suspension de négociation (*circuit breakers*) ont été activés à de multiples reprises sur les marchés américains<sup>111</sup>, mais sans poser de problèmes comparables à ceux observés en août 2016, signe que les réformes de ces mécanismes aux États-Unis ont porté leurs fruits<sup>112</sup>.

□ ... mais des tensions fortes sur certains segments de marché

Aux États-Unis, 100 clôtures d'ETF et ETN<sup>113</sup> (pour plus de la moitié des ETF) étaient enregistrées depuis le début de l'année au 20 avril 2020 (contre 60ancements<sup>114</sup>), une situation sans précédent. 32 de ces fonds étaient à effet de levier ou inverses, et souvent gagés sur le marché du pétrole. Des mécanismes de rachat obligatoire des ETN sont déclenchés lorsqu'est atteinte une valeur minimum indicative. Celle-ci peut être exprimée en termes de baisse maximum (par exemple de 60 %) par rapport au cours de clôture précédent ou à la valorisation du mois précédent, ou en montant absolu (par exemple, 5 dollars par action). Lorsque cette valeur est atteinte, l'émetteur doit automatiquement fixer une date de clôture rapprochée et effectuer un paiement en *cash* aux investisseurs. En bourse, la radiation survient lorsqu'un ETF ou ETN tombe en dessous du cours minimum requis par la bourse. Si cela se produit, le produit est automatiquement radié de la cote et les transactions ne peuvent être exécutées que de gré à gré. Le fonds n'est pas fermé pour autant, mais les investisseurs doivent alors gérer des positions

<sup>110</sup> Les ETF jouent depuis 20 ans un rôle mesurable dans la formation des prix de marché (Hasbrouck, J. (2003), Intraday price formation in U.S. equity index markets, *Journal of Finance* 58), mais il tend à se renforcer par rapport à celui des futures sur indices. Wermers R., J. Xue (2015) ; Intraday ETF Trading and the Volatility of the underlying ; Lyxor AM montre aussi que la contribution à la formation des prix est informée.

<sup>111</sup> Cf. 2.3.1 du chapitre 2 sur les interruptions de trading sur Euronext.

<sup>112</sup> Les règles spécifiques prévalant en France sont décrites dans Les ETF : état des lieux et analyse des risques - Le cas du marché français ; AMF Risques & tendances ; 2017.

<sup>113</sup> Dans un contexte de forte substituabilité des produits, iShares, Vanguard, State Street, Invesco, Schwab, et Fidelity ont annoncé leur souhait de renforcer la clarté des désignations ETF et ETN des produits (Wall Street Journal, Investment giants want exchanges to enforce labeling system for ETFs, 13/05/20).

<sup>114</sup> En majorité des ETF actifs "non-transparents" nouvellement cotés.

extrêmement difficiles à solder. En théorie, ils peuvent liquider leurs positions en OTC, mais cela peut être difficile et coûteux pour des investisseurs particuliers.

Les ETF obligataires, la catégorie la plus affectée par les rachats de parts, ont parfois connu des difficultés de valorisation. Ils se sont négociés certains jours avec des décotes importantes par rapport à la valeur de leur sous-jacent<sup>115</sup> (Tableau 9). Les ETF obligataires à haut rendement (*High Yield*) en particulier<sup>116</sup> se sont négociés à des décotes importantes signalant des défaillances dans le processus de formation des prix dans un contexte de décollecte et de baisse d'encours. L'ETF iShares MSCI Philippines, par exemple, a affiché le 16 mars une décote de 15 % par rapport à sa NAV. Il est estimé qu'au 26 mars 2020, quelques 700 ETF ont traité à plus de 1 % d'écart de leur NAV au cours de la crise de la COVID-19. K. Pan, Y. Zeng (2017)<sup>117</sup> montrent de fait les limites de l'arbitrage en cas de choc de liquidité et les expliquent d'une part par certaines contraintes de financement affectant l'apport de liquidité, d'autre part par de possibles conflits d'intérêts liés au rôle dual des Participants Autorisés, qui jouent simultanément des fonctions d'arbitrageurs et de teneurs de marché.

**Tableau 9 : Décotes des 10 ETF obligataires US ayant les plus gros encours le 18/02/20**

Ticker	Nom du fonds	Encours (mds USD)	Écart par rapport à la NAV
AGG*	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	72,24	-4,36 %
BND*	Vanguard Total Bond Market ETF	51,61	-2,73 %
LQD	iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond ETF	29,75	-2,26 %
VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF	27,18	-3,21 %
BNDX	Vanguard Total International Bond ETF	26,77	-1,10 %
VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF	23,86	-4,73 %
SHV	iShares Short Treasury Bond ETF	23,53	+0,06 %
BSV	Vanguard Short-Term Bond ETF	23,01	-1,32 %
MBB	iShares MBS ETF	22,04	-0,26 %
SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	21,73	+0,01 %

\* Le 12/03/20 en clôture la décote d'AGG était de 4,43 % celle de BND de 6,2 %. Source : ETF.com, AMF

Dans quelle mesure la liquidité des ETF est-elle substituable ou s'ajoute-t-elle à celle des actifs sous-jacents ? En ce cas, les ETFs s'interprètent-ils comme un moyen de packager et placer des obligations qui ne se vendraient pas sinon, au risque de ne pas pouvoir offrir la liquidité voulue dans des circonstances extrêmes ? Dans quelle mesure celle-ci est-elle sensible aux chocs exogènes sur la liquidité de marché ? Des vues divergentes sont exprimées sur la transformation de liquidité des ETF et la nature fondamentale de la liquidité apportée par les ETF<sup>118</sup>.

Toujours est-il que certains ETF, qu'il s'agisse de fonds monétaires ou d'ETF obligataires de courte durée, sont de plus en plus utilisés comme des substituts au *cash*. Un ETF comme l'iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF, par exemple, a bénéficié de flux de collecte massifs début mars dans un mouvement de fuite vers la qualité, pour enregistrer ensuite une décollecte tout aussi massive lorsque la Federal Reserve a annoncé des mesures de soutien et que les investisseurs se sont reportés sur des ETF corporate Investment Grade, désormais jugés peu risqués. Dans le cadre de sa *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF) du 23 mars 2020<sup>119</sup> la Federal Reserve a en effet annoncé avoir désormais le pouvoir d'acquiescer "up to 20 % of the assets of any ETF that provides broad exposure to the investment grade bond market". Les ETF resteront cependant inéligibles au collatéral des opérations de la *Primary Dealer Credit Facility* de la Federal Reserve. Cependant, cette intervention a eu des effets stabilisateurs immédiats, comme en atteste l'exemple de l'ETF iShares iBoxx USD Investment Grade Corporate Bond qui a bondi de 7,4 % et collecté de 1,06 milliard le jour de l'annonce<sup>120</sup>.

<sup>115</sup> NB : la NAV des ETF obligataires étant en général valorisée au bid, ces derniers se traitent en temps normal plutôt avec une surcote (L. Crigger; [Bond ETF Premiums Become Discounts](#); ETF.com du 20/03/20).

<sup>116</sup> E.g. l'ETF High Yield phare de BlackRock d'acronyme HYG, et son concurrent le JNK de State Street.

<sup>117</sup> K. Pan, Y. Zeng (2017), ETF arbitrage under liquidity mismatch, ESRB Working Paper 59.

<sup>118</sup> Cf. revue de littérature par L. Grillet-Aubert (2020) ; Le marché des indices : Opportunités et risques ; AMF Risques & Tendances ; juin.

<sup>119</sup> Federal Reserve, [Policy Tools, Secondary Market Corporate Credit Facility](#).

<sup>120</sup> K. Greifeld, [Traders pour USD 1bn into biggest credit ETF to front-run Fed](#), Bloomberg 24/03/20.



On peut dès lors s'interroger sur la mesure dans laquelle l'intervention de la Fed s'interprète comme une fourniture de liquidité en dernier ressort sur le marché des ETF obligataires américains<sup>121,122</sup>. Ceci pourrait être de nature à réitérer les interrogations sur l'importance systémique de certaines sociétés de gestion ou de certains ETF. Diverses interconnexions au sein du système financier sont susceptibles d'être mises en avant : la nature des ETF, comme produits hybrides – fonds de gestion collective, et produit coté – les situe par nature au centre d'un système de négociation interconnecté. Concernant les sociétés de gestion, plusieurs risques ont été mis en exergue par des parties prenantes. Certains ont souligné les risques opérationnels induits par la concentration des activités par certaines firmes de gestion passive où des défauts pourraient se propager en cascade et aux marchés d'actifs sous-jacents, affecter les opérations des Participants Autorisés et teneurs de marché, et nuire en bout de course aux investisseurs finaux et sociétés cotées. D'autres soulignent les risques résultant des conflits d'intérêts associés la multiplicité des activités des principales sociétés de gestion passives. En particulier, BlackRock, a fait l'objet d'une attention particulière, dont l'utilisation généralisée du système de gestion des risques Aladdin a été questionnée<sup>123</sup>, ainsi que pour le rôle qui lui a été donné dans la mise en œuvre de la politique monétaire aux États-Unis et en Europe par la Commission européenne dans l'élaboration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance exploitables par la supervision bancaire.

### 3.7. FINANCE PRIVÉE : UN ENJEU CROISSANT DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE PAR LES MARCHÉS

La finance privée<sup>124</sup> joue un rôle croissant dans le financement de l'économie. La crise de la COVID-19 a et aura des impacts directs sur ce secteur, notamment sur le refinancement de l'endettement de certaines sociétés cibles et de certains fonds, voire sur la solvabilité de certains d'entre eux. Dans ce contexte, les effets sur la solvabilité des fonds devront être observés dans la durée, notamment à l'aune d'un possible "mur de refinancement" des fonds propres et de la dette à un horizon de quelques années. Plusieurs facteurs semblent cependant favorables au secteur. D'une part, en dehors des segments les plus risqués du capital risque, il semble relativement sous-exposé aux secteurs économiques les plus fragiles. D'autre part, les fonds disposent de liquidités très importantes à investir (*dry powder*) qui devraient les conduire à jouer un rôle important dans la sortie de crise. Il convient ici de noter un changement structurel du secteur qui le conduit à privilégier de plus en plus les financements par la dette au détriment de ceux en fonds propres. Il participe donc de plus en plus à la hausse de l'endettement de l'économie, à commencer par celui des sociétés cibles. Il importe pour le superviseur de se doter des moyens d'assurer un suivi approprié des risques qui en résultent, notamment d'évaluer ceux liés à l'endettement des fonds et des cibles.

#### □ La finance privée : un rôle croissant dans le financement de l'économie

Ayant quasi-triplé en 10 ans (x2,7)<sup>125</sup>, les encours mondiaux gérés par les fonds de financement privé ont crû en un an de 10 % pour atteindre un pic historique de 6 500 milliards de dollars à mi-2019 (Graphique 93). Le *private equity* (+12,2 % à 3900 milliards en 2019, soit huit fois les encours de 2000) est le principal contributeur à cette hausse. En son sein, les « mégafonds » se sont particulièrement développés. Les fonds de plus de 1 milliard d'encours comptent pour 80 % des levées de capitaux. Ceux de plus de 5 milliards pour plus de 50 %. Par ailleurs, le segment du capital-risque, notamment asiatique, est particulièrement dynamique, la part du LBO ayant diminué de 75 % à un peu plus de 50 % en 10 ans. Des évolutions de même nature sont observées en Europe où les levées de fonds se sont accélérées à 109,3 milliards d'euros en 2019. Comptant pour 78,8 milliards au sein de ce total, le LBO y reste cependant encore prépondérant.

<sup>121</sup> Financial Times, Central banks prop up fund industry with \$100bn injection; Fitch says scale of support points to the systemic importance of \$55tn asset management market, 04/05/20. Le soutien des administrations publiques serait alors comparable à celui apporté à la transformation de liquidité des *mortgage backed securities* en 2008.

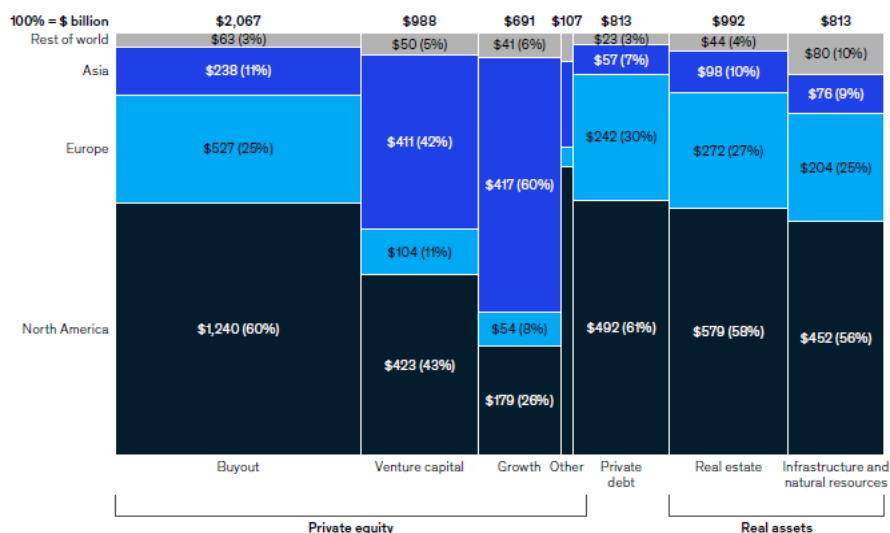
<sup>122</sup> On note que la Banque Centrale du Japon, qui a fait un recours étendu aux ETF (y compris actions) dans le cadre de sa politique de rachats d'actifs, tend à avoir une démarche contraire, en ouvrant une facilité d'emprunt des ETF qu'elle a dans ses livres (Financial Times, Japan acts to avert ETF market liquidity squeeze; Loan facility to give brokers access to portion of central bank's \$256bn holdings for up to a year; 19/12/19).

<sup>123</sup> D. Arner, W. Birdthistle, D. Buckley, R. Zetsche (2020); Financial Operating Systems; European Banking Institute Working Paper Series 58-2020.

<sup>124</sup> Compris en première analyse comme les fonds d'investissement spécialisés dans l'acquisition de titres (en capital et de dette) non cotés. Cf. cartographie 2018 pour une discussion du champ couvert par ce concept.

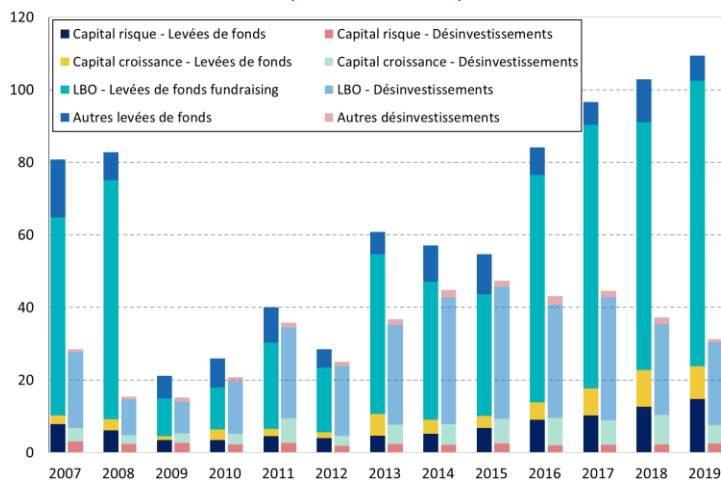
<sup>125</sup> A titre de comparaison, pour estimer l'effet de valorisation, l'indice de prix du CAC 40 a crû de 76,4 % sur la période.

Graphique 93 : Encours sous gestion de la finance privée dans le monde en 2019



Source : Preqin, McKinsey

Graphique 94 : Levées de fonds et désinvestissement des fonds de *private equity* européens (milliards d'euros)



Source : Europe Invest

Tableau 10 : Évolution des encours des fonds de capital investissement de droit français

	Nb de fonds déc 2019	Encours (NAV, M €) déc-19	Variation d'encours annuelle (%)
Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)	296	10 337	46,4
Fonds d'investissement de proximité (FIP)	364	2 848	-16,0
Fonds capital risque (FCPR)	1 371	59 755	6,6
<b>Total</b>	<b>2 031</b>	<b>72 939</b>	<b>9,7</b>

Source : AMF

- Le choc de la crise affecte négativement l'équilibre financier des fonds de finance privée

Malgré la hausse des valorisations des actifs (Graphique 95) qui auraient permis aux fonds de réaliser des plus-values en capital, on note en Europe une baisse des désinvestissements au cours des dernières années (Graphique 94). Dans un contexte où, de plus, les prix d'acquisition (les multiples de valorisation cf. Graphique 95) et

l'endettement des firmes cibles d'investissement des fonds de LBO, avaient crû ces dernières années<sup>126,127</sup>, des tensions sur le (re)financement de l'endettement des sociétés cibles sont à craindre comme on l'observe déjà aux États-Unis (Graphique 96). A l'extrême, elles pourraient se traduire par des besoins de recapitalisation et des défauts. Ces évolutions devraient accentuer l'impact de la crise sur la performance des fonds.

D'ores et déjà plusieurs éléments attestent de tels impacts de la crise. Par exemple, le fournisseur de services de location français Loxam a vu le prix de son emprunt obligataire à haut rendement à 5,75 % d'échéance 2027 baisser de plus de 50 % entre le mois de mars et mi-avril 2020, poussant le rendement de ses obligations à plus de 20 %<sup>128</sup>. En tout état de cause, des tensions sur la liquidité sont apparues. On note une vulnérabilité particulière à la crise du "capital innovation" (ou *early stage venture capital*). Avec une baisse d'activité de 38 %, des effets procycliques et sur l'innovation en sont craints<sup>129</sup>. Le marché européen du financement à effet de levier (prêts et dette *high yield*) s'est gelé en mars-avril 2020, dans un contexte où les dettes à effet de levier des LBO ne bénéficient pas directement des programmes de rachats des banques centrales. Aussi, les taux de la dette *high yield* ont-ils quasiment triplé en mars. Le *spread* de crédit des *junk bonds* européens a bondi à près de 700 pb. L'indice *S&P European Leveraged Loan* a chuté de plus de 20 % à 78,92 le 24 mars. Il n'a toutefois pas atteint un point aussi bas qu'en 2008-2009 (59,05 le 1<sup>er</sup> janvier 2009) et a rebondi à plus de 80 dans les semaines suivantes, alors qu'il lui avait fallu un an après la grande crise pour remonter à plus de 70. De fait, il semblerait qu'on assiste aujourd'hui moins à des ventes forcées d'investisseurs se désendettant, comme pendant la dernière crise, qu'à des réallocations d'actifs tactiques de portefeuilles vers des actifs plus sûrs.

Cependant, les banques ont été affectées par le gel des opérations d'intermédiation en cours, en particulier celui du "warehousing" de crédits à effet de levier destinés aux émissions de CLO. Ces derniers, restés dans leurs livres, pèsent donc lourd dans leurs exigences en capital. Le besoin de résorber ce stock devrait peser sur la reprise du marché. Les montants concernés au bilan des banques sont moins élevés qu'en 2007 (18,5 milliards d'euros à l'entrée dans la crise contre 32 à l'époque), et ces positions sont moins concentrées par un petit nombre d'établissements. Cependant, ces impacts de la crise devraient les conduire à resserrer les conditions de financement, notamment des lignes de crédit des CLO et réduire l'offre de financement à effet de levier. Au total, si un effet moindre que pendant la crise de la décennie précédente est attendu, il devrait cependant avoir des impacts transitoires mais prolongés sur ces marchés de financement à effet de levier.

A défaut d'effets immédiats, ces tensions sur le refinancement du *private equity* pourraient se traduire par l'apparition, dans un horizon de quelques années, d'un "mur de liquidité"<sup>130</sup>. Il s'agira donc d'évaluer si, comme après la crise de 2008-2009<sup>131</sup>, un allongement des maturités de crédit permet de réduire ces craintes. Dans ce secteur où les investisseurs ont des horizons de long terme, les gains tirés des clôtures de fonds tendent à être réinjectés et alimenter les nouvelles levées de fonds. Dans un contexte de taux bas prolongé, des contraintes sur le passif des investisseurs institutionnels (assurances et fonds de pension) qui ont remplacé les banques parmi les investisseurs en *private equity* (le Graphique 97 montre que cette tendance affecte aujourd'hui aussi le segment du capital risque), pourraient le cas échéant accroître les difficultés de refinancement des fonds de *private finance*.

L'impact de la crise du financement pourrait enfin être atténué par les biais sectoriels des fonds, exposés en Europe (Graphique 98) à 81,2 % aux 4 secteurs ICT, biens et services de consommation, produits & services aux entreprises, et biotech & santé), et à 5,7 % aux secteurs énergie & environnement, et transports. Une autre nomenclature (Graphique 99) précise cette perception. Les fonds semblent donc moins exposés aux secteurs les plus durement frappés par la crise COVID-19.

<sup>126</sup> La correction des multiples de valorisation observée en Europe en 2019 ne l'est pas aux États-Unis.

<sup>127</sup> En attestent le rythme soutenu des émissions des prêts à effet de levier et CLO (principaux acquéreurs de tels prêts) jusqu'à l'automne 2019 (S&P LCD).

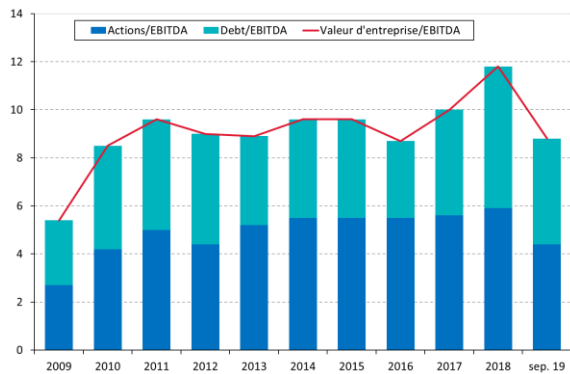
<sup>128</sup> "Junk Bonds Need a Little Love Too", Bloomberg, 27/03/20.

<sup>129</sup> Howel S., J. Lerner, R. Nanda, R. Townsend (2020); Financial distancing: How venture capital follows the economy down and curtails innovation; NBER Working Paper 27150 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3594239>.

<sup>130</sup> Cf. Moinade (2013).

<sup>131</sup> En l'occurrence, cette extension s'est traduite par un recours à des transactions de refinancement "Amend and Extend" amendant les clauses contractuelles des prêts (*covenants*) et prolongeaient leurs maturités. On peut s'interroger sur la capacité à recourir à ce type de transactions suite à la crise actuelle.

**Graphique 95 : Multiples de valorisation du LBO en Europe**



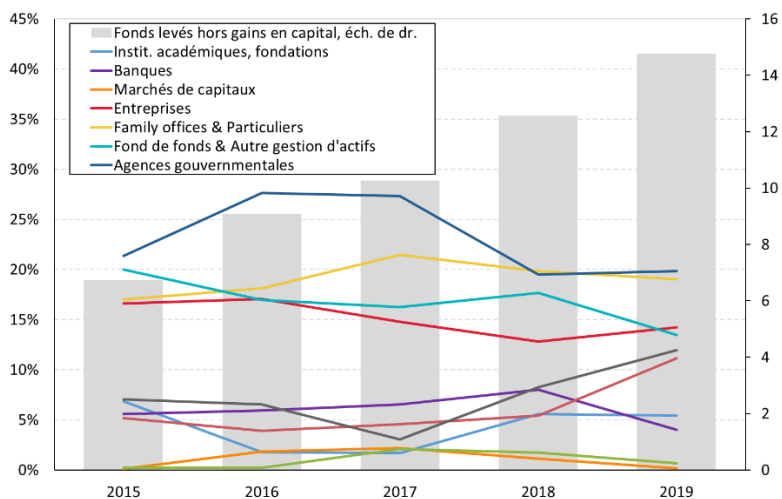
Source : Pitchbook

**Graphique 96 : Spread de crédit entre prêts notés BB et B (pb, au 21/04/20)**



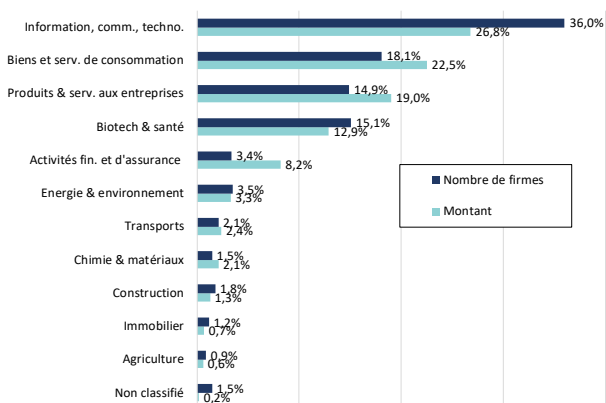
Source : S&P LCD

**Graphique 97 : Fonds levés par le capital risque européen par type d'investisseurs (montants levés en milliards d'euros, part de ces montants en %)**



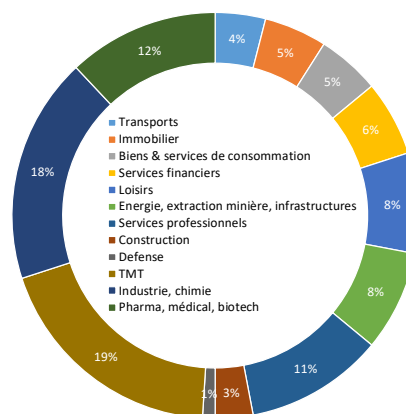
Source : Europe Invest

**Graphique 98 : Investissements des fonds de *private equity* européens en 2019**  
(en milliards d'euros, en nombre)



Source : Europe Invest

**Graphique 99 : Répartition des montants des LBO européens par secteur d'activité en 2018 et 2019**



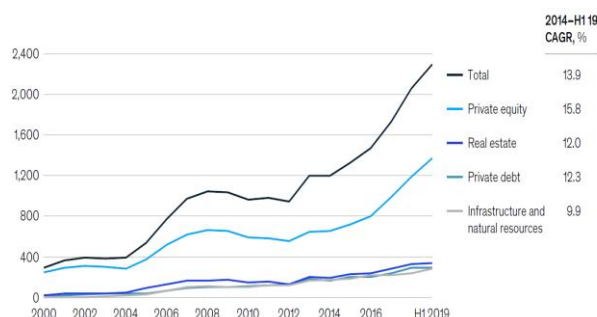
Source : PWC private equity Europe 2020

□ La crise crée aussi des opportunités d'investissement pour les fonds riches en liquidités

La crise crée aussi des opportunités d'investissement pour le *private equity*, qui dispose de capacités d'investissement très significatives. On s'interroge donc sur son rôle dans le financement de l'économie en sortie de crise. En effet, au terme d'une hausse de 14 % par an depuis 2014, le montant des capitaux à investir (*dry powder*) dont disposent les fonds de finance privée a atteint au niveau mondial un nouveau record à 2300 milliards de dollars à mi-2019, contre 2100 milliards fin 2018. Cette hausse est largement attribuable au fonds et mégafonds de *private equity* qui concentrent 1400 milliards de dollars du *dry powder* lequel connaît la croissance la plus rapide, à 16 % par an depuis 2014. Rapportée à la moyenne (glissante) des fonds levés les 3 années précédentes, les fonds engagés par les investisseurs et non encore investis (*dry powder*) a crû de 31 % depuis 2016.

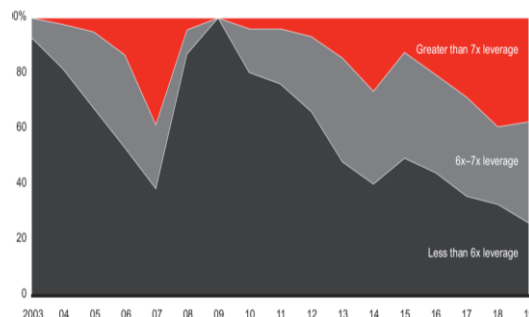
Pour leur part, les fonds de dette privée pourraient se substituer aux banques sur les segments les plus en difficulté (*distressed debt*). On note en particulier une réorientation de grands fonds de *private equity* américains vers ce type d'activités comme en attestent

**Graphique 100 : Fonds non investis engagés par les investisseurs dans le monde (*dry powder*)**  
(milliards de dollars)



Source : Preqin

**Graphique 101 : Répartition des LBO US par niveau de levier des cibles**  
(%)



Source : Thomson LPC, PwC

Apollo Global Management, une société de gestion de fonds de *private equity* cotée aux États-Unis offre d'ores et déjà un exemple des effets de la crise. Elle illustre plusieurs types d'impact. D'une part des effets immédiats de la crise sur sa profitabilité, une perte de 2,3 milliards de dollars étant constatée au 20T1, à l'instar des autres géants

américains du secteur<sup>132</sup>, suite à une dépréciation de son portefeuille de *private equity* de 21,6 %. D'autre part, sur 5,2 milliards de dollars d'investissements en 2020T1, 3,4 milliards de dollars l'ont été par la branche crédit. La firme dispose cependant de 40,5 milliards de *dry powder*. La société investit actuellement à travers son neuvième fonds phare, un véhicule de 24,6 milliards de dollars dont la stratégie de LBO a laissé place au *distressed credit*.

- Le suivi de l'activité et des risques liés à l'investissement dans le non coté reste insatisfaisant, en particulier en ce qui concerne l'endettement

L'évaluation de l'activité et des risques afférents à l'industrie du *private equity* repose avant tout sur l'exploitation d'informations et de données de marché de consultants, de *data vendors* spécialisés (Preqin, PitchBook, Burgiss, Cambridge Associates, S&P LCD, etc.) et d'associations professionnelles (American Investment Council, BVCA, Europe Invest, BVK, France Invest, etc.). Ces sources permettent d'évaluer certains aspects de l'activité sur la base d'indicateurs d'activité spécifiques à cette industrie (levées de fonds, *dry powder*, investissements, etc.). Elles sont cependant fragmentaires<sup>133</sup>, les méthodes ne sont pas totalement harmonisées et, surtout, ne permettant pas de faire un lien précis entre les activités considérées et le statut juridique des entités concernées. A défaut, il reste difficile de réconcilier données de supervision des autorités et suivi de l'activité par les intervenants de marché.

Disposer de données de qualité serait d'autant plus nécessaire que le secteur affiche, on l'a vu, une forte croissance des encours et des flux de financement, et qu'il présente de multiples risques potentiels liés :

- Aux effets de l'opacité du marché, notamment en termes de gestion des conflits d'intérêts<sup>134</sup>, et des risques pour la protection des investisseurs<sup>135</sup> à l'heure de l'ouverture progressive de l'accès à l'investissement en *private equity* à des investisseurs moins sophistiqués ("*retailisation*"<sup>136</sup>) ;
- Aux externalités négatives induites par le recours aux financements non cotés au détriment de ceux par les marchés organisés, faisant appel public à l'épargne (bourses, etc.)<sup>137</sup> ;
- Aux risques d'excès d'endettement des fonds et de leurs cibles (voir ci-après) ;
- Le cas échéant, au caractère international des investissements, dans un contexte où, selon Europe Invest, 45,6 % des levées de fonds de *private equity* européen proviennent d'investisseurs de pays non européens (28,6 % des États-Unis, 16,1 % d'Asie-Pacifique)<sup>138</sup>.

<sup>132</sup> E.g. 1,29 milliards de pertes pour KKR, 1,07 pour Blackstone, 612 millions pour Carlyle.

<sup>133</sup> Malgré la qualité et l'utilité de ces sources, comme pour les *hedge funds*, les catégories de la *private finance* (*private equity*, *debt*, etc.) et d'activités de marché concernées reposent plutôt sur des pratiques de marché que sur des définitions juridiques strictes, ces dernières variant d'ailleurs souvent selon les pays. Le périmètre couvert est donc imprécis et les taux de couverture du marché difficiles à évaluer. Crucialement l'activité transfrontière est mal appréciée. De plus, les indicateurs d'activité sont privilégiés par rapport à ceux de risque (levier, etc.), de valorisation, de tarification, etc. Les associations professionnelles publient des informations sur les flux de financement, pas sur les encours.

<sup>134</sup> Cf. IOSCO (2008) ; *Final report on private equity* ; IOSCO Policy Document 274.

<sup>135</sup> En particulier l'évaluation de la performance (donc du couple-rendement-risque) de l'investissement en *private equity* reste sujette à examen par la recherche académique (cf. e.g., Phalippou L., O. Gottschalg (2009) ; The performance of private equity funds ; Review of Financial Studies 22-4, 1747-1776 <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn014>, Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2016) ; How do private equity investments perform compared to public equity ; Journal of Investment Management 14-3, 2016Q3, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2597259>).

<sup>136</sup> Par exemple, en France, la loi Pacte étend l'offre de fonds éligible à l'assurance-vie en réduisant les plafonds d'investissement. L'investisseur averti ou versant une prime d'au moins 100 000 euros peut dès lors investir jusqu'à 50 % de la valeur du contrat en *private equity* (la limite reste sinon à 10 %) cf. "L'assurance-vie se réorganise" ; Option Finance ; 30/04/20. Aux États-Unis, la SEC propose aussi de faciliter l'accès aux participations dans les firmes non cotées (cf. "*SEC proposes to update accredited investor definition to increase access to investments*" du 18/12/19 et proposition d'amendement législatif de la définition d'"Accredited investor" liée).

<sup>137</sup> Cf. travaux de la chambre des représentants aux États-Unis, en particulier les auditions menées par son Comité sur les Services Financiers : "*Examining private market exemptions as a barrier to IPOs and retail investment*" ; 19/09/19 et "America for Sale? An Examination of the Practices of Private Funds" ; 14/11/19, et du CFA Rosov S. (2019) ; *Capital formation : Public vs private markets* ; CFA report 2018-12.

<sup>138</sup> NB : le 25/03/20, la Commission européenne a publié des "*Guidelines to protect critical European assets and technology in current crisis*". En France, la prise de contrôle de sociétés dans les secteurs sensibles (au sens des art. L. 151-3, R. 153-2, le cas échéant R. 153-4 du COMOFI) est soumise à autorisation préalable. Les mécanismes nationaux de *screening* de l'investissement étranger en Europe sont recensés par la Commission européenne.

En Europe, l'activité des fonds de *private equity* régulés comme des véhicules de gestion collective est soumise aux exigences de la directive AIFM<sup>139</sup>. Le reporting instauré par la directive AIFM a été initialement motivé surtout par une volonté de suivre les *hedge funds* après des épisodes systémiques comme les faillites de LTCM, ou Amaranth qui avaient mis en lumière des prises de positions non maîtrisées sur les marchés à terme. Son objet premier n'étant pas d'examiner la prise de risques par les fonds de *private equity*, le reporting AIFMD actuel prend mal en compte la spécificité de ses activités. En l'occurrence, ce reporting pourrait être précisé sur de multiples aspects (classifications utilisées, etc.). Il ne demande par exemple pas d'information sur le *dry powder* et prend en particulier mal en compte la spécificité des leviers d'endettement du *private equity*.

Sur ce dernier point, d'une part, les exigences déclaratives ne concernent le levier qu'au niveau du fonds sans tenir compte de l'ensemble de la structure mise en place pour investir dans les sociétés cibles, or ces fonds créent généralement, surtout pour des raisons fiscales (cf. cartographie des tendances et des risques 2019), des véhicules (*Special Purpose Vehicle* ou SPV) par le biais desquelles ils investissent dans les sociétés cibles. Le levier de la structure mise en place (le montage financier comprenant le fonds et le ou les SPV par le biais desquels il investit dans les sociétés cibles) est en général contracté par le SPV, pas le fonds lui-même. Une prise en compte économiquement pertinente du levier doit donc considérer l'ensemble du montage, pas seulement le fonds, comme c'est le cas actuellement. La révision en cours de la directive AIFMD pourrait permettre d'améliorer ce point.

D'autre part, le *private equity*, est au départ un mode d'investissement en capital, dont le rendement du fonds a *in fine* vocation à être accru par un levier d'endettement porté par les sociétés cibles des investissements des fonds. Ce point est illustré dans le schéma du Graphique 102. Au terme de leur prise de contrôle par les fonds, les sociétés cibles d'investissements en *private equity* sont généralement incitées à émettre de la dette (C) pour refinancer l'acquisition de la société faite par le fonds. Le refinancement se fait alors typiquement par remontée (paiement) de dividendes vers les actionnaires, donc les fonds. Ce levier, s'il est au cœur de la logique économique du fonds n'est cependant pas, par nature, assimilable au levier du fonds<sup>140</sup> (A) ou (B). Il doit être considéré spécifiquement pour sa double nature de dette *corporate* et de dette dont l'objet est de refinancer le fonds. L'information sur ce type de levier (C) est très limitée, or on observe qu'il a crû significativement aux États-Unis (Graphique 101) et peut s'interroger sur l'Europe. En Europe, quand il s'agit de crédit bancaire, les banques créditrices ont cependant vocation à l'identifier puisque le SSM exige de le comptabiliser systématiquement comme de la dette à effet de levier<sup>141</sup>. On pourrait donc envisager de solliciter des informations sur le levier des cibles des fonds de *private equity* dans le cadre de la révision du reporting AIFMD.

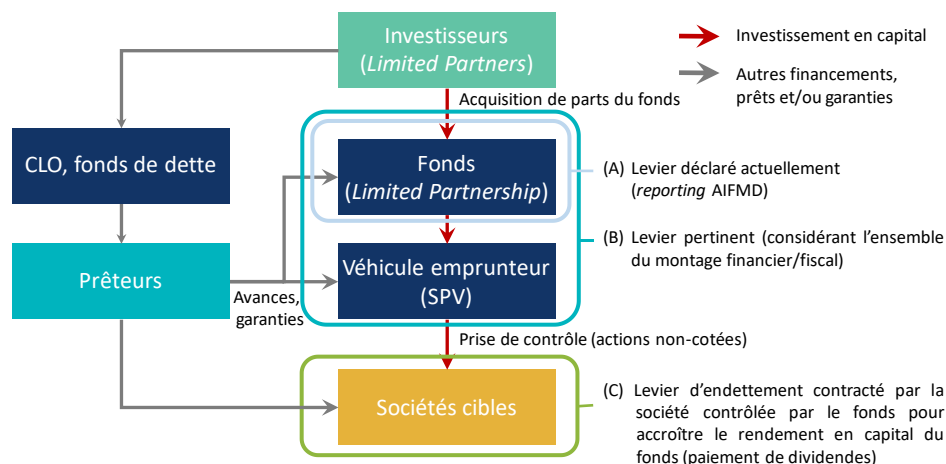
---

<sup>139</sup> En France, les principaux véhicules recensés sont les FCPR, FCPI et FIP (cf. tableau XXX et cartographie des marchés et des risques 2018).

<sup>140</sup> La question n° 3 p.37 du Q&A AIFMD de l'ESMA du 04/12/19 (ESMA34-32-352) précise que le levier de la société cible n'est pas pris en compte même si son objet est spécifiquement de rembourser la dette contractée par le fonds pour financer l'acquisition de la société cible.

<sup>141</sup> L'*ECB Guidance on leveraged transactions* de mai 2017 définit la dette à effet de levier comme celle des émetteurs dont le ratio d'endettement excède 4. Par exception elle inclut également la dette des firmes contrôlées par des fonds de *private equity* indépendamment de leur ratio d'endettement.

Graphique 102 : Levier des fonds de *private equity*



Source : AMF

### 3.8. QUELLES GRANDES TENDANCES REVELENT LES SOCIETES DE GESTION D'ACTIFS AU MOMENT DE LA CRISE COVID-19 ?

- Première tendance : la concentration croissante du marché

Parmi les principales évolutions structurelles de l'industrie de la gestion d'actifs, on identifie au niveau mondial une poursuite de la **concentration croissante** des encours sous gestion par les principaux acteurs, avec une polarisation croissante entre les plus grosses sociétés de gestion de portefeuille d'une part et de nombreux nouveaux entrants et spécialistes de petite taille d'autre part. Cette concentration s'était accélérée après la crise financière de 2008, et a atteint un nouveau sommet à fin mars 2020 : selon le cabinet américain Flowspring<sup>142</sup>, 1 % des sociétés de gestion géraient 61 % du total des actifs sous gestion à cette date, soit 243 fois plus que les 50 % des sociétés de gestion les plus petites. Ce ratio s'élevait à 208 fin 2019 et 105 en 2010.

Cette concentration croissante résulte d'abord de la recherche d'économies d'échelle avec des rendements croissants<sup>143</sup>. Des opérations de fusion-acquisition en attestent, particulièrement aux États-Unis où, en 2019, Franklin Templeton a acquis Legg Mason créant une SGP gérant plus d'un milliard de milliards d'actifs, et Invesco a acquis pour 5,7 milliards de dollars OppenheimerFunds, un spécialiste de la gestion active, auprès de Massachusetts Mutual Life Insurance. Ces acteurs viendront grossir les rangs des grosses sociétés de gestion gérant plus de mille milliards de dollars d'actifs (12 au début de 2019, Tableau 11). Au Royaume-Uni, Jupiter Asset Management a initié en février 2020 une offre d'acquisition pour 370 millions de livres sterling de Merian (Old Mutual). Cette offre n'a pas empêché respectivement 2,3 et 2,6 milliards de livres sterling de décollectes nettes au premier trimestre de 2020<sup>144</sup>.

<sup>142</sup> Flowspring, COVID-19, Asset Management Weekly, 27/04/20 et Financial Times; "Trillion-dollar club tightens grip on fund market during crisis"; 10/05/20.

<sup>143</sup> L. Grillet-Aubert, S. Rifaldi (2009) ; Les économies d'échelle réalisées par l'industrie de la gestion collective profiteront-elles aux porteurs de parts ? ; Risques et Tendances n°7.

<sup>144</sup> Jupiter : les flux de décollecte ont affecté les stratégies obligataires (£1bn), European Growth (£0.7bn) et Alternatives (£0.6bn). Merian: le fonds le plus affecté, a été le fonds Global Equity Absolute Return (£1.4bn à lui seul). On note que deux opérations significatives de consolidation en 2017, les fusions de Henderson Group avec Janus Capital, et de Standard Life avec Aberdeen AM ont aussi été suivies de baisses d'encours prononcées en 2018.



En Europe continentale, la consolidation du secteur trouve des limites comme le montre l'insuccès des tentatives de rapprochement initiées par DWS (groupe Deutsche Bank)<sup>145</sup> ou le suisse GAM<sup>146</sup>. L'intégration des circuits de distribution dans des groupes de "bancassurance" et la structure actionnariale des sociétés de gestion détenues par de tels groupes, traduisent un modèle de distribution majoritairement organisé en "architecture fermée" qui limite l'intérêt de telles opérations. De fait, parmi les opérations recensées, l'acquisition par Amundi, en janvier 2020, pour 430 millions d'euros de l'activité de gestion d'actifs de la banque espagnole Banco Sabadell, à l'instar de celle qu'il avait faite de Pioneer Investments auprès d'UniCredit<sup>147</sup> a, par exemple, été accompagnée d'un accord de distribution d'une durée de dix ans avec la banque espagnole. Dans ce contexte, les acteurs européens tendent donc plutôt à privilégier les partenariats stratégiques<sup>148</sup>.

**Tableau 11 : Principales sociétés de gestion par taille des encours gérés**  
(millions de dollars)

	Société de gestion de portefeuille	Pays	Encours sous gestion			Société de gestion de portefeuille	Pays	Encours sous gestion	
			31/12/18	31/12/17				31/12/18	31/12/17
1	BlackRock	US	5 251 217	5 315 409	21	Insight Investment*	UK	691 691	658 905
2	Vanguard AM	US	4 257 211	4 090 010	22	UBS AM	CH	681 775	663 562
3	State Street Global Advisors	US	2 196 822	2 316 533	23	DWS Group	DE	662 170	701 736
4	Fidelity Investments	US	2 096 550	2 003 270	24	PGIM Fixed Income*	US	649 058	-
5	BNY Mellon IM	US	1 498 208	1 585 920	25	Affiliated Managers Group	US	642 640	696 554
6	J.P. Morgan AM	US	1 485 998	1 471 226	26	Legg Mason	US	638 564	642 894
7	Capital Group	US	1 467 318	1 504 359	27	Franklin Templeton	US	567 164	628 243
8	PIMCO	US/DE	1 451 684	1 462 446	28	Aberdeen Standard Investments	UK	562 691	648 519
9	Amundi	France	1 425 064	1 426 107	29	BNP Paribas AM France	FR	537 405	569 332
10	PGIM	US	1 204 802	1 160 583	30	MetLife IM	US	514 267	489 162
11	Goldman Sachs AM International	US	1 165 429	1 073 769	31	Allianz Global Investors	DE	505 000	498 000
12	Legal & General IM	UK	1 131 342	1 107 666	32	Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corp	JP	503 998	536 293
13	Wellington Management Intl.	US	877 735	899 647	33	Schroder IM	UK	493 048	476 214
14	T. Rowe Price	US	841 801	825 368	34	New York Life Investments	US	477 089	451 236
15	Nuveen	US	813 009	810 047	35	APG AM	NL	462 592	473 654
16	Natixis Investment Managers	FR	808 322	830 847	36	Dimensional Fund Advisors	US	452 536	480 593
17	Invesco	US/UK	777 047	780 714	37	AllianceBernstein	US	451 693	461 768
18	Northern Trust AM	US	774 416	800 644	38	Generali Investments	IT	449 959	463 035
19	AXA Investment Managers	FR	729 815	745 912	39	Mellon*	US	420 113	474 445
20	Sumitomo Mitsui Trust AM	JP	695 799	656 450	40	Blackstone	US	420 000	361 000

Source : extrait du classement Top 400 Asset Managers, Investment & Pensions in Europe. NB : les 400 principales sociétés de gestion représentaient 66,4 mille milliards d'euros au 31/12/18, 65,7 mille milliards au 31/12/17

#### □ Deuxième tendance : la digitalisation

**La digitalisation.** Attestée par les dépenses croissantes des sociétés de gestion (cf. Graphique 103 pour l'Europe), elle traduit d'une part une volonté de rationalisation – de maîtrise des coûts à moyen terme – et, de l'autre, les effets de l'innovation en matière de gestion de portefeuille et la personnalisation accrue du ciblage marketing et de l'offre de produit, dans un contexte d'émergence de nouvelles technologies et sources de données (cf. Focus sur les données). Plus spécifiquement ces innovations ont trait notamment<sup>149</sup> à :

- La relation client (digitalisation de la relation commerciale, personnalisation de l'offre et du conseil, KYC) ;
- La gestion de portefeuille (recours à de nouveaux types de données, à l'intelligence artificielle) ;
- L'automatisation des traitements back/middle office (e.g. recours à la *blockchain*) ;

<sup>145</sup> La presse fait notamment état de discussions avec UBS, et moins avancées avec Amundi, AXA IM.

<sup>146</sup> Une ouverture aux discussions avec d'éventuels repreneurs a été exprimé fin 2019, dans le cadre de la restructuration du groupe.

<sup>147</sup> L'acquisition annoncée le 03/07/17 a permis d'intégrer Pioneer Investments, processus qui s'est achevé en 2019, suite à réduction d'effectifs et migration informatique, par l'absorption de deux véhicules de droit luxembourgeois, Amundi Funds II (ex Pioneer Funds) et Amundi Sicav II (ex sicav nourricière de Pioneer Funds) par la SICAV ombrelle de droit luxembourgeois Amundi Funds (environ 90 compartiments contre plus de 150 initialement avec les 3 SICAV).

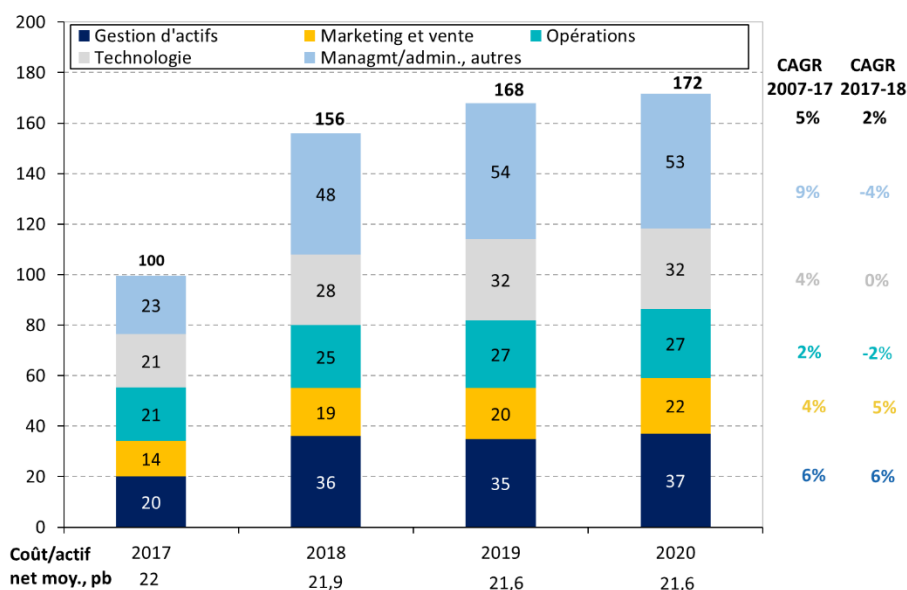
<sup>148</sup> Deloitte cite par exemple les partenariats de BNPP et Fortia (conformité) ; AXA IM et Dreams (services innovants) ; CANDRIAM et IBM Watson (automatisation des tâches administratives) ; IZNES et un groupe de 20 sociétés de gestion (tenue de registre des fonds/blockchain).

<sup>149</sup> PwC; "Asset & wealth management revolution: pressure on profitability"; octobre 2018.

- La gestion des risques avec un recours fréquent et important à l'externalisation, en particulier auprès de startups innovantes (e.g. RegTech<sup>150</sup>) ou de plates-formes intégrées (ex. Aladdin de BlackRock<sup>151</sup>).

La digitalisation transforme ce faisant profondément les chaînes de traitement opérationnel et l'organisation des sociétés de gestion, en particulier en intégrant les processus de gestion, de marketing et de vente.

**Graphique 103 : Évolution des coûts par type de fonction en Europe de l'ouest**  
(base 100 en 2007)



Source : McKinsey<sup>152</sup>, AMF.

- Troisième tendance : la concentration de l'offre de produits

**La concentration de l'offre de produits** autour de la gestion passive (cf. section 3.6), d'une part, et de certaines gestions spécialisées ou alternatives vise à satisfaire une recherche de rendement additionnel (ex. d'investissement dans des titres "privés", cf. section 3.7) et/ou des critères ESG, de l'autre. Ces types de stratégies ne sont d'ailleurs pas totalement disjoints – certaines gestions actives peuvent se décliner sous forme indicielle systématique, et les ETF de gestion active, quoique comptant encore peu d'encours, connaissent un rapide développement. Concernant la gestion passive, le potentiel de développement reste significatif en Europe, à en juger par celui, avancé, du marché américain – cette croissance, du reste, accroît la pression concurrentielle sur les frais courants précédemment mentionnée<sup>153</sup>. Dans ce contexte, une capacité des plus grands fonds à attirer les souscriptions (effet "winner takes all", Graphique 104<sup>154</sup>) semble ressortir. Aux États-Unis, les dix plus grandes sociétés de gestion ont capturé 81 % des flux de collecte positifs des fonds mutuels en 2018. Le nombre correspondant a été de 29 % dans un marché européen plus fragmenté. Le BCG<sup>155</sup> associant en outre cet effet à la baisse des marchés de fin 2018, il pourrait se répéter suite à la crise de la COVID-19.

<sup>150</sup> Deloitte ; "Asset management trends 2019" ; mars 2019.

<sup>151</sup> Pour une description d'Aladdin, cf. e.g. Arner, Birdthistle, Buckley, Zetzsche (2020); Financial Operating Systems; European Banking Institute Working Paper Series 58; University of Hong Kong Faculty of Law Research.

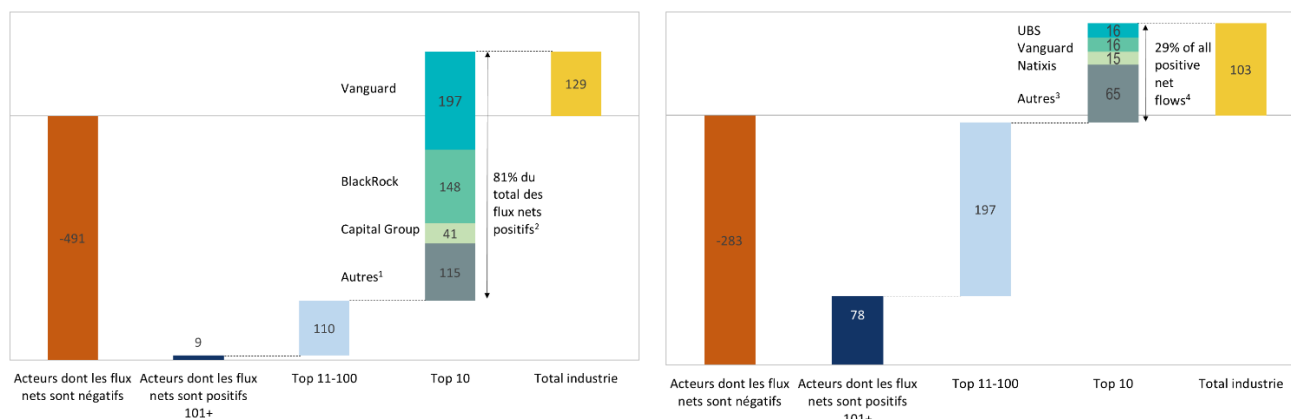
<sup>152</sup> McKinsey ; "State of the European asset management industry: Adapting to a new normal" ; nov. 2019.

<sup>153</sup> Le cabinet Flowspring note un fort "déplacement des investisseurs vers les fonds les moins chargés en frais" au pic de la crise en mars 2020.

<sup>154</sup> Cet effet est également attesté par la littérature académique : Brown K., W. Harlow, L. Starks (1996), "Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry; Journal of Finance 51-1, 85-110 ; Bellando R., S. Ringuédé (2009) ; "Compétition entre fonds et prise de risque excessive : une application empirique au cas français", Working Paper.

<sup>155</sup> BCG ; "How asset managers can win in a winner-takes-all world" ; mai 2019.

**Graphique 104 : L'effet "winner-takes-all" plus marqué aux États-Unis qu'en Europe**  
**Flux de collecte par acteur**  
(2018, milliards de dollars)



Sources: Simfund, Strategic Insight; BCG, AMF

Note: L'analyse exclut les MMF et inclut les fonds de fonds; les variable annuities sont exclues aux US.

<sup>1</sup> C. Schwab (\$30 bn), Fidelity (\$21 bn), Dimensional Fnd Adv. (\$16 bn), Ed. Jones (\$16 bn), PIMCO (\$14 bn), TIAA (\$10 bn), First Trust (\$9 bn).

<sup>2</sup> 85% en 2017.

<sup>3</sup> Mercer (\$14 bn), Baillie Gifford (\$11 bn), SSGA (\$9 bn), BlackRock (\$8 bn), L&G (\$8 bn), Allianz GI (\$7 bn), Royal London (\$7 bn).

<sup>4</sup> 35% en 2017

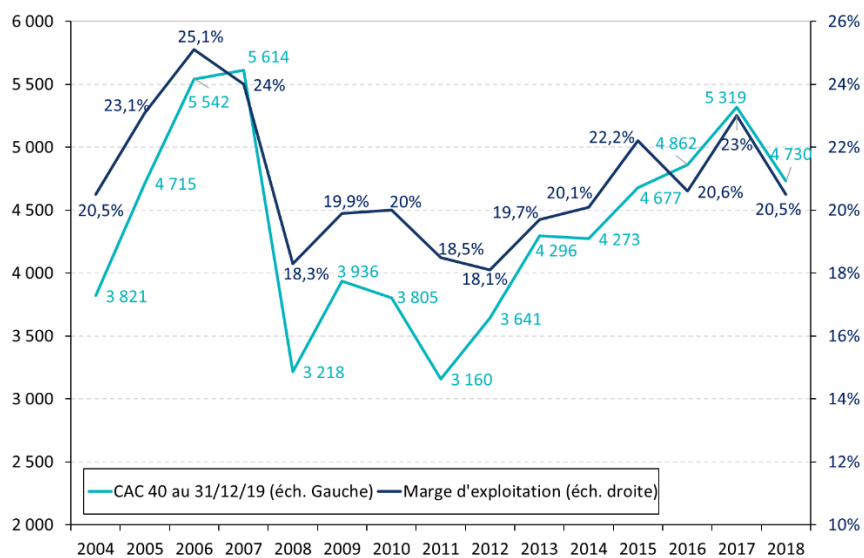
□ Quatrième tendance : une profitabilité unitaire sous pression

La profitabilité est très sensible aux évolutions des encours gérés elle-même déterminée essentiellement à court terme par les évolutions des marchés comme le prouve le Graphique 105<sup>156</sup>. Le cabinet BCG<sup>157</sup> montre toutefois au niveau mondial que, si la hausse des encours gérés s'est traduite par un accroissement annuel de 2 % des revenus de l'industrie en 2019, ce dernier masque en réalité une baisse des revenus unitaires : rapportés aux encours, les revenus ont baissé de 26,2 pb à 25,3 pb de 2018 à 2019. L'augmentation des coûts de 4 % sur la période (donc au double du rythme de celle des revenus) contribue aussi à accroître la pression sur les marges. En France, la profitabilité des sociétés de gestion de portefeuille est néanmoins restée supérieure à 20 % en 2018 (Graphique 105).

<sup>156</sup> En France, entre 2013 et 2018 ces commissions de gestion ont représenté près de 80 % des produits d'exploitation des sociétés de gestion de portefeuille. Il en résulte une forte corrélation entre les indices boursiers et la marge d'exploitation des sociétés de gestion.

<sup>157</sup> BCG; Global asset management 2020: protect, adapt, and innovate; mai 2020.

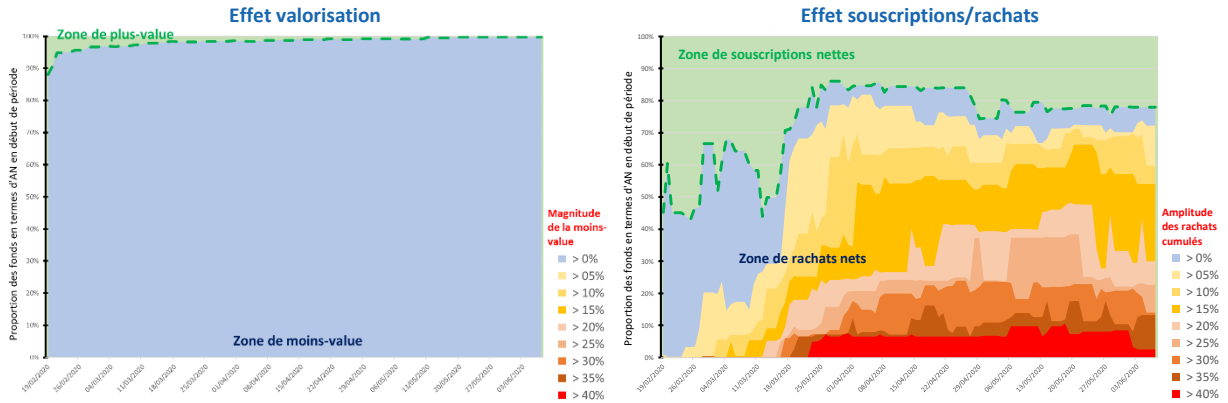
**Graphique 105 : Évolution de la marge d'exploitation des sociétés de gestion de portefeuille et du CAC 40**



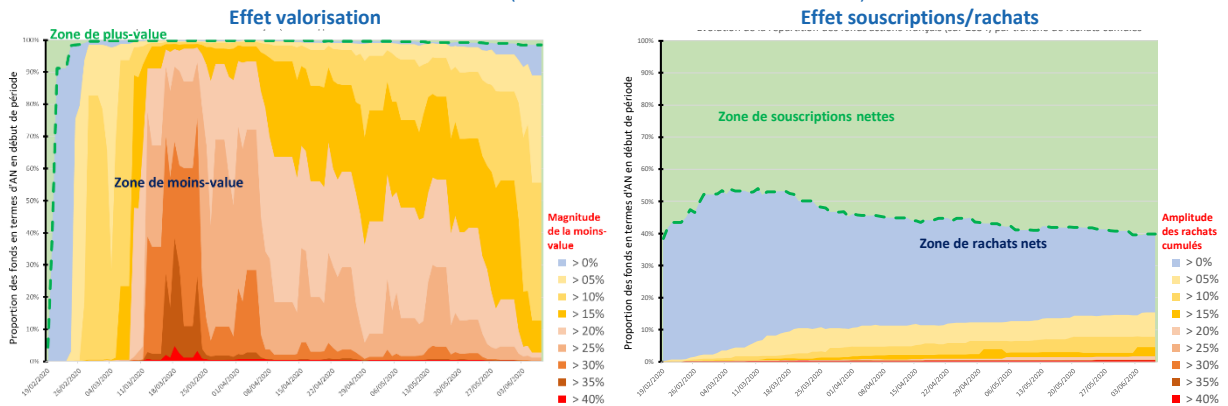
Source : AMF, Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs ; nov. 2019

## Annexe Graphiques : Suivi de la population des fonds de droit français par tranches de rachats et de valorisations cumulés (en pourcentage de l'AN en début de période)

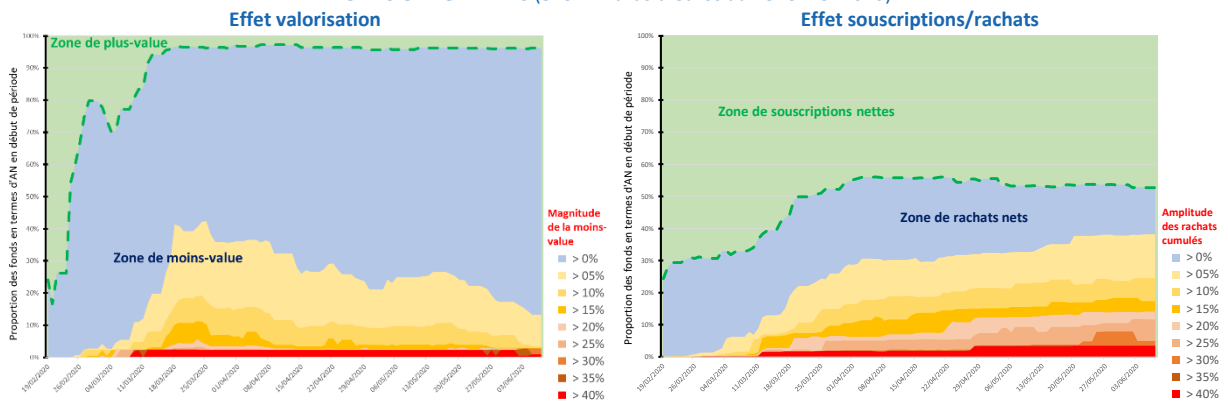
### FONDS MONÉTAIRES (366 milliards d'euros au 18 février 2020)



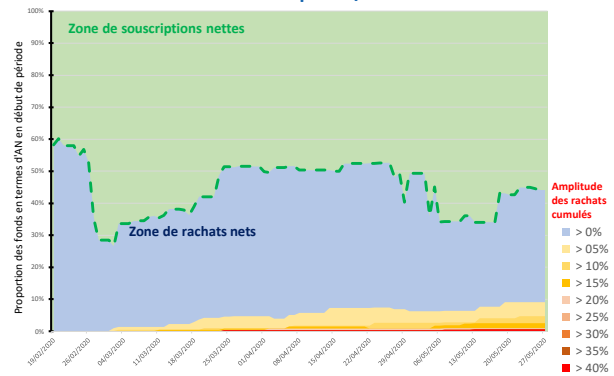
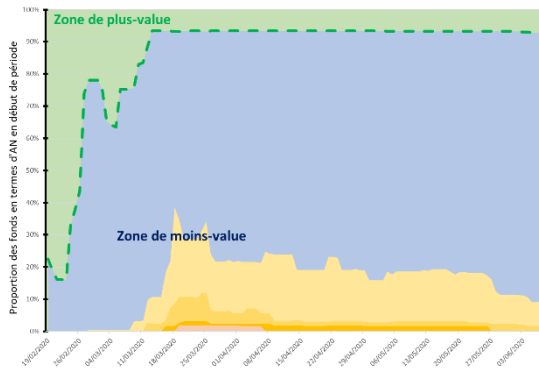
### FONDS ACTIONS (353 milliards d'euros au 18 février 2020)



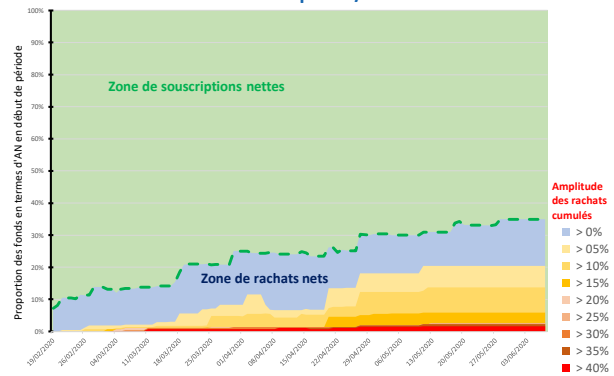
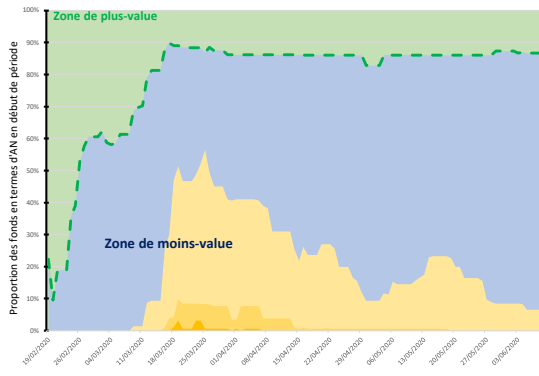
### FONDS OBLIGATAIRES (323 milliards d'euros au 18 février 2020)



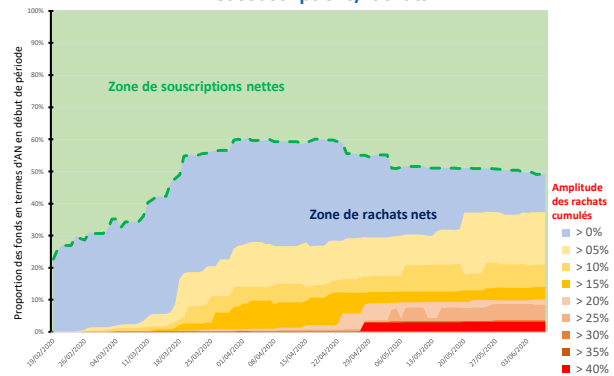
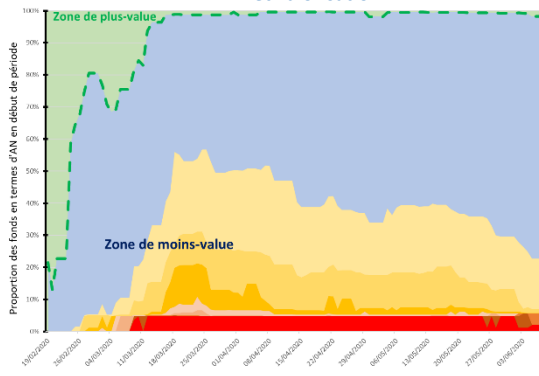
**dont FONDS OBLIGATAIRES NOURRICIERS (16 milliards d'euros au 18 février 2020)**  
Effet valorisation      Effet souscriptions/rachats



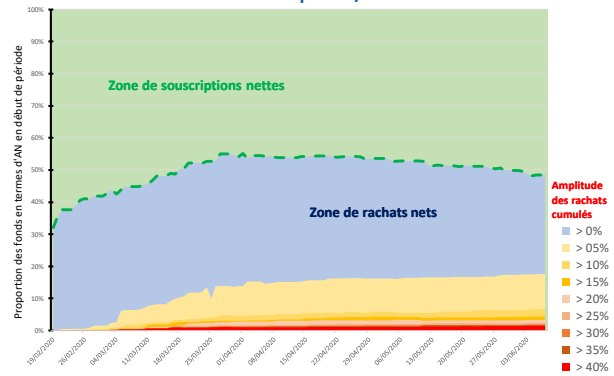
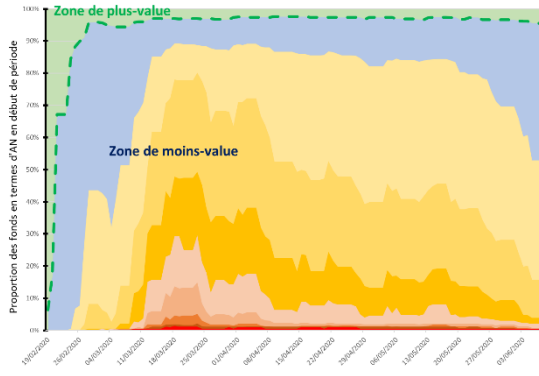
**dont FONDS OBLIGATAIRES IG (35 milliards d'euros au 18 février 2020)**  
Effet valorisation      Effet souscriptions/rachats



**dont FONDS OBLIGATAIRES HY (155 milliards d'euros au 18 février 2020)**  
Effet valorisation      Effet souscriptions/rachats



**FONDS DIVERSIFIÉS (341 milliards d'euros au 18 février 2020)**  
Effet valorisation      Effet souscriptions/rachats



## CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

La crise de la COVID-19 n'a pas été sans conséquence sur l'épargne des ménages et a amplifié les tendances observées au cours de l'année 2019 : augmentation du taux d'épargne, placement massif sur les supports bancaires sans risque et regain d'intérêt de certains ménages pour l'investissement en actions dans une logique contra-cyclique mais probablement davantage opportuniste à court terme que d'investissement à long terme.

Pour les épargnants exposés directement ou indirectement aux marchés financiers, la crise du COVID-19 a pu se traduire par des pertes financières, ce qui pourrait entraîner un mouvement de défiance à l'égard des actifs risqués si les comportements du passé se reproduisaient. Après la chute de 2008, les ménages français avaient en effet boudé les actions, se comportant de manière procyclique et ne profitant pas du fort rebond qui avait suivi (moins qu'une hausse de l'aversion au risque, c'étaient leurs anticipations d'évolution des cours qui étaient pessimistes). Ce mouvement de défiance allié à une recherche de rendement dans un environnement de taux d'intérêt bas amené à se prolonger pourrait inciter ces épargnants à se tourner vers des produits qui ne leur correspondent pas, risqués ou complexes comme le capital investissement, les produits structurés ou les crypto-actifs.

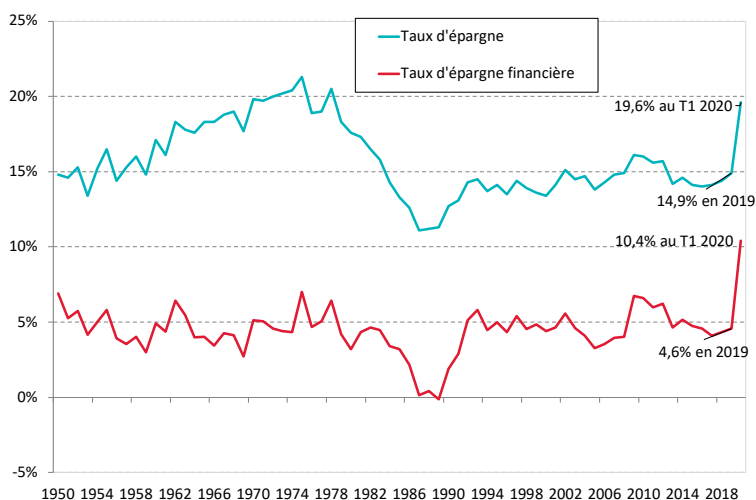
Au-delà du choix du produit financier, la sélection de l'enveloppe fiscale ne doit pas être négligée car toutes ne possèdent pas les mêmes avantages et inconvénients. À ce titre, il est important pour l'épargnant d'évaluer les caractéristiques de toutes les enveloppes proposées afin d'opter pour celle qui correspond le mieux à sa situation.

Enfin, nombre d'épargnants comptent sur leur patrimoine immobilier pour faire face aux futures dépenses liées au vieillissement, une part significative de leur patrimoine y est donc investi, soit directement soit indirectement. Or, la crise de la COVID-19 pourrait avoir à terme des répercussions sur l'immobilier résidentiel et commercial et donc sur le patrimoine des ménages.

### 4.1. LA CRISE DE LA COVID-19 A DÉJÀ EXACERBÉ LES TENDANCES OBSERVÉES EN 2019 SUR L'ÉPARGNE DES MÉNAGES : PLACEMENTS SANS RISQUE ET LIQUIDE, ETC

Pour la troisième année consécutive, le taux d'épargne des ménages français progresse pour atteindre 14,9 % en 2019 en moyenne annuelle. Cette tendance a été renforcée au premier trimestre 2020. Pendant cette période, le taux d'épargne des ménages a bondi à 19,6 % dont 10,4 % pour l'épargne financière (soit un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin des années 1970) à la suite de la crise de la COVID-19 et des mesures de confinement qui ont empêché la consommation des ménages français et engendré une épargne forcée. La levée des mesures de confinement ne sera pas nécessairement un frein à l'épargne, certains Français voudront privilégier la prudence dans un contexte d'incertitudes fortes et de conditions économiques dégradées. Le chômage, attendu en hausse, et l'incertitude accrue sont en effet deux facteurs favorables à l'épargne, sans compter la dégradation des finances publiques. Le comportement d'épargne jouera un rôle dans la trajectoire macro-économique future : s'il est consommé, le surcroît d'épargne favorisera la reprise.

**Graphique 106 : Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages**  
(en % du revenu disponible brut – RDB)



Source : Insee, Datastream

Alors que le besoin d'un financement individuel des dépenses liées au vieillissement se fait plus pressant, les ménages français n'ont jamais autant investi sur les supports bancaires sans risque et peu rémunérateurs. En 2019, un nouveau record a été battu puisque ce sont 73,3 milliards d'euros qui ont été placés par les épargnants en monnaies et dépôts. La collecte en assurance-vie a également été dynamique avec 49 milliards d'euros investis, soit le niveau le plus élevé depuis 2015. Parmi ces 49 milliards d'euros, un peu plus de 44 milliards ont été investis dans les fonds en euros.

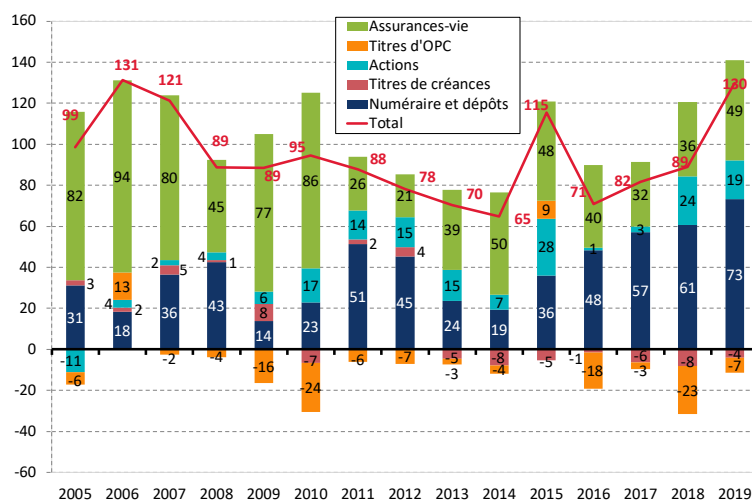
L'attrait des épargnants pour l'épargne liquide et sans risque s'est également amplifié lors des trois premiers mois de 2020, au cours desquels 35,3 milliards d'euros ont été placés en numéraire et dépôts par les ménages, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages (contre 89,0 milliards d'euros pour l'ensemble de l'année 2019). Il pourrait s'accroître sur le reste de l'année si les ménages venaient à anticiper une hausse future des impôts à la suite de l'augmentation des dépenses publiques engagées pour faire face à la crise sanitaire. Cet effet, appelé effet Ricardo-Barro ou équivalence ricardienne, met en avant un arbitrage entre consommation et épargne des ménages dépendant de la santé des finances publiques et a déjà été observé en France par le passé. Une étude de l'INSEE<sup>158</sup> montre ainsi qu'un effet Ricardo-Barro peut être observé en France lorsque le choc de finances publiques est assez significatif, ce qui sera le cas avec la crise issue de la COVID-19. L'analyse sur longue période (1971 – 2011) met en exergue une hausse temporaire de la consommation des ménages à la suite de l'amélioration du solde structurel primaire qui disparaît à long terme. Toutefois la corrélation entre consommation des ménages et épargne publique semble présenter des non-linéarités. La réponse des ménages serait ainsi plus forte lorsque l'épargne publique connaît des variations significatives. À l'inverse, les faibles évolutions du solde structurel primaire n'auraient pas d'impact sur le comportement des ménages. Après la crise des *subprime*, les ménages avaient épargné davantage, soit en anticipation d'une hausse future des impôts, soit par précaution<sup>159</sup>. La baisse du taux d'épargne sur la période 2010 – 2013 pourrait de manière analogue s'expliquer par une amélioration des finances publiques.

<sup>158</sup> Bardaji J., Lequien M., Poissonnier A. (2014), La consommation des ménages français depuis 2009 : rôle du système fiscal-social, L'économie française comptes et dossiers, INSEE.

<sup>159</sup> Il est difficile d'estimer avec certitude lequel de ces deux effets a le plus joué. Néanmoins les régressions économétriques incitent plutôt à favoriser la première hypothèse puisque la variation de l'épargne des ménages est expliquée par l'évolution du solde public et non par le chômage ou la confiance des ménages.



**Graphique 107 : 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)

Malgré le dynamisme de l'épargne bancaire, l'année 2019 a également été marquée par le retour de certains épargnants sur les marchés actions. La collecte nette en assurance-vie était davantage orientée vers les supports en unités de compte depuis 2016 et l'introduction en bourse de la Française des Jeux en novembre 2019 a suscité l'intérêt de nombreux investisseurs particuliers.

## 4.2. LA BAISSÉ DES MARCHÉS ACTIONS ET LA RECHERCHE DE RENDEMENT POURRAIENT INCITER DES ÉPARGNANTS À SE TOURNER VERS DES PRODUITS PLUS RISQUÉS

### 4.2.1. Avec la crise COVID-19, des risques précédemment identifiés se sont matérialisés pour les épargnants exposés aux marchés financiers

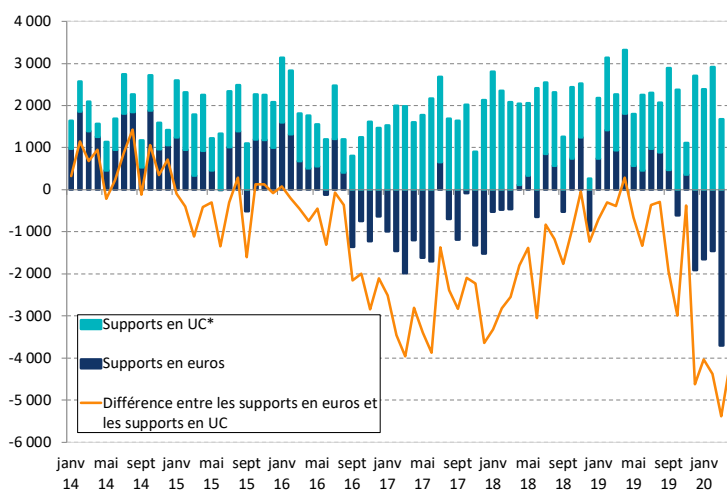
L'introduction en bourse de la Française des Jeux (FDJ) en novembre 2019 a suscité un réel engouement des investisseurs particuliers. 535 000 particuliers résidant en France ont investi lors de la privatisation de la FDJ, parmi lesquels 340 000 n'avaient effectué aucune transaction sur instruments financiers depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018. Le taux de détention d'actions en direct a ainsi progressé pour s'établir à 6,9 % en mars 2020 contre 6,2 % un an plus tôt, selon les chiffres issus de l'enquête annuelle sur la détention des placements menée par Kantar TNS auprès d'un échantillon de 12 000 personnes âgées de 15 ans et plus<sup>160</sup>.

Certains épargnants français ont également investi peu de temps avant la crise sanitaire en fonds d'investissement par le biais de leur contrat en assurance-vie. Depuis 2016, la collecte nette en assurance-vie (hors intérêts, provisions pour participation aux bénéfices et transferts<sup>161</sup>) était davantage orientée vers les supports en unités de compte (UC) et ce mouvement s'est accentué depuis la fin de l'année 2019 (Graphique 108). Ce phénomène résulte notamment de l'évolution de l'offre de produits d'assurance qui propose désormais d'orienter tout ou partie de l'épargne sur les UC.

<sup>160</sup> Pour plus de détails, se reporter à la lettre de l'observatoire de l'épargne de l'AMF : AMF (2020), La lettre de l'observatoire de l'épargne de l'AMF n°39.

<sup>161</sup> Ne pas tenir compte des intérêts, provisions pour participation aux bénéfices et transferts permet d'apprécier les montants réels investis par les ménages. Une approche différente est toutefois possible, notamment grâce aux données de la Banque de France, qui intègre ces éléments et donne une vision plus globale de l'évolution des flux.

Graphique 108 : Collecte nette en assurance-vie



(\*) Dont les supports euro-croissance

Source : FFA

Or, aucune classe d'actifs n'a été préservée par la crise. Entre le 21 février (fixée comme date de référence du début de la crise) et le 5 juin, l'actif net de toutes les classes d'actifs a diminué : -8,8 % pour les fonds actions, -7,1 % pour les fonds obligataires et -7,1 % pour les fonds diversifiés<sup>162</sup>. Il existe donc un risque que l'investissement croissant des épargnants en haut de cycle, peu de temps avant la crise, n'entraîne des pertes financières, augmente leur défiance future et les détourne des marchés financiers alors qu'une période post correction est favorable du point de vue financier pour les épargnants (et utile au financement des sociétés non financières). Dans un contexte de besoin de financement de long-terme croissant, une bonne allocation pour des épargnants possédant un horizon suffisamment long et souhaitant diversifier leur épargne tout en acceptant une part de risque comprend des actions et procède à des achats de tels actifs quand leur valeur a baissé (cf. Darpeix et Mosson (2018, 2019<sup>163</sup>)).

#### 4.2.2. L'environnement prolongé de taux bas et une potentielle défiance envers les marchés financiers pourraient faire émerger de nouvelles vulnérabilités avec des produits d'épargne aux risques mal appréciés

Les mesures prises par les banques centrales en réponse à la crise sanitaire devraient prolonger l'environnement de taux d'intérêt bas. La recherche de rendement et l'éventuelle défiance envers les marchés financiers pour les épargnants ayant subi des pertes pourraient les amener à investir sur des actifs complexes ou risqués qu'ils ne comprendraient pas forcément voire des produits non régulés ou des escroqueries.

- Les rendements attractifs du capital investissement ne doivent pas faire oublier leurs risques élevés

Dans un environnement de taux d'intérêt bas, les rendements du capital investissement peuvent apparaître particulièrement intéressants pour un épargnant. Selon l'étude de France Invest en partenariat avec EY<sup>164</sup>, la performance annuelle nette des acteurs français du capital investissement s'est élevée à 11,3 % pour un investissement de 10 ans s'achevant fin 2019. La loi PACTE a facilité l'accès à cette classe d'actifs pour les

<sup>162</sup> Concernant l'action FDJ, il faut toutefois noter que, malgré une baisse du cours de 39 % entre le 21 février 2020 et le 19 mars 2020, la valeur de l'action a augmenté de 38 % entre l'introduction de la société et le 5 juin 2020.

<sup>163</sup> Darpeix, P.-E., Mosson, N. (2018), La performance comparée des différentes stratégies d'épargne sur supports français, AMF Risques et tendances.

Darpeix, P.-E., Mosson, N. (2019), La performance comparée des différentes stratégies d'épargne sur supports étrangers, AMF Risques et tendances.

<sup>164</sup> France Invest & EY (2020), Performance nette des acteurs français du capital investissement à fin 2019.

épargnants, pour autant les risques inhérents à cet investissement ainsi que l'impact de la crise de la COVID-19 sur ce secteur (cf. chapitre 3) ne doivent pas être oubliés.

Un décret d'application<sup>165</sup> de la loi PACTE (plan d'action pour la croissance et la transformation de l'entreprise) permet désormais à certains épargnants d'investir dans des fonds professionnels à vocation générale (FPVG), des fonds professionnels de capital investissement (FCPI) et des fonds professionnels spécialisés (FPS) via l'assurance-vie en UC. Ce décret élargit donc les possibilités de placement en capital investissement car auparavant seule la détention de parts de fonds communs de placement à risque (FCPR) était possible en assurance-vie. Compte tenu du rendement à deux chiffres affiché lors des années passées et de l'environnement de taux bas, ces produits pourraient attirer certains épargnants. Néanmoins, l'investissement dans les produits nouvellement éligibles est très encadré<sup>166</sup> et ne concernera qu'une partie des particuliers, ce qui devrait permettre de limiter les risques de mauvaise commercialisation.

- De mauvaises surprises sont-elles à craindre pour les produits structurés disposant d'une garantie conditionnelle ?

La popularité des produits structurés auprès des investisseurs particuliers a crû depuis le début des années 2000<sup>167</sup>. Les produits structurés sont des produits financiers dont le comportement dépend d'une formule mathématique connue à l'avance et qui détaille les différents scénarios envisageables. Leur performance est conditionnée par le niveau de l'actif sous-jacent, souvent un indice de *blue chip* action (Euro STOXX 50, CAC 40, ou un indice propriétaire apparenté ajustant les versements de dividendes). Portés par des rendements attrayants<sup>168</sup> et une garantie conditionnelle, voire totale, le nombre des produits vendus en France a augmenté régulièrement (à l'exclusion de la période 2012 – 2014) avec une accélération notable depuis 2016 pour atteindre en 2018 un plus haut historique<sup>169</sup>. L'environnement de taux d'intérêt bas et la recherche de rendement a conduit à l'abandon progressif de la garantie totale du capital mais un nombre croissant des produits structurés vendus en France comprend une garantie conditionnelle qui peut rester attractive pour l'épargnant : le capital remboursé à échéance est réduit si la condition de performance sur l'actif sous-jacent n'est pas vérifiée (mécanisme dit de « *reverse convertible* »). En règle générale, la formule attachée au produit stipule qu'à maturité le capital est remboursé à 90 % ou 100 % du nominal uniquement si la valeur de l'actif sous-jacent n'a pas diminué de plus de X % par rapport à son niveau initial. On estime que le niveau de la barrière est généralement fixé aux alentours de 40 %. Le nombre de produits intégrant un tel mécanisme a crû de manière presque continue depuis près de 20 ans et concernait en fin de période 93 % des produits vendus (soit 88 % des volumes représentant près de 10 milliards d'euros).

Jusqu'à la crise de la COVID-19, les bonnes performances passées des marchés, y compris début 2020, avaient conduit au remboursement anticipé de nombreux produits<sup>170</sup>. Malgré la chute des marchés actions (sur lesquels étaient adossés 96 % des produits), il semblerait que les pertes liées aux produits structurés demeurent pour le moment limitées car la baisse des marchés actions a été importante mais courte et suivie d'un rebond. Néanmoins, de futures pertes ne sont pas à écarter en fonction de l'évolution des indices boursiers, en particulier pour les produits émis en haut de cycle.

<sup>165</sup> Décret n° 2019-1172 du 14 novembre 2019 favorisant l'investissement dans l'économie par la diffusion du capital investissement.

<sup>166</sup> Seuls les épargnants plaçant plus de 100 000 euros ou détenant les connaissances et l'expérience nécessaires peuvent souscrire à ces produits et ils ne peuvent y investir plus de 50 % de l'encours du contrat. Pour les fonds européens d'investissement de long terme (FEILT ou ELTIF en anglais) le seuil est abaissé à 10 000 euros.

<sup>167</sup> Pour plus de détails, se reporter à l'étude sur la complexité des produits structurés publiée en janvier 2020 : A. Demartini, N. Mosson (2020), La complexité des produits structurés commercialisés en France : quel bilan de l'action de l'AMF ? AMF Risques et tendances.

<sup>168</sup> 55 % des produits échus entre 2003 et novembre 2018 ont offert une performance annualisée brute nominale égale ou supérieure à 5 %.

<sup>169</sup> Il faut toutefois noter que le constat diffère lorsque l'on considère les volumes vendus. En effet, malgré une progression depuis 2012, ces derniers sont demeurés loin du pic atteint en 2007.

<sup>170</sup> Les produits pouvant être « rappelés » avant maturité (appelés *autocalls*) se sont largement développés en France ces dernières années. Selon une étude de l'AMF, ils représentaient entre janvier et novembre 2018 près de 92 % des produits structurés commercialisés en France. Pour une description de ces produits et des risques qu'ils présentent, se reporter au Chapitre 2 p. 41.

En plus du risque de perte financière, le risque de mauvaise compréhension du produit pourrait se matérialiser car les documentations de ces produits s'avèrent parfois peu claires pour les investisseurs non avertis<sup>171</sup>. C'est pourquoi l'AMF a publié dès 2010 une position (position DOC-2010-05 sur la commercialisation des instruments financiers complexes) visant à limiter, sur la base de critères prédéfinis, la complexité des instruments financiers présentant un risque de perte en capital supérieur à 10 %<sup>172</sup>. L'étude menée par l'AMF<sup>173</sup> montre que cette doctrine a réduit la complexité des formules (le nombre de mécanismes en jeu) mais que ses effets ont été atténués par une hausse du nombre de scénarios au sein de la formule (désormais le plus souvent au nombre de 4). S'y ajoute la complexité induite par l'usage d'indices complexes, notamment d'indices propriétaires soustrayant, au prorata du temps écoulé, un montant donné, ou « décrétement », du niveau d'un indice comme l'Euro STOXX 50 *Total Return*. Ceci a de multiples effets :

- le rendement des produits est sensible à la calibration du décrétement ;
- même un décrétement faible, cumulé sur une maturité longue, peut fortement réduire le rendement espéré ;
- d'autres facteurs de complexité de l'indice – par exemple l'équ pondération (qui favorise les *small caps*) ou l'intégration de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) peuvent aussi être à prendre en compte ;
- les indices propriétaires sont souvent moins transparents sur leurs calculs et leurs méthodologies (L. Grillet-Aubert (2020)) ;
- le recours à ces indices tend à accroître les frais de gestion, donc à favoriser des profils où des coupons (et risques) plus élevés rendent le niveau des frais moins visible.

Toutefois, dans le cas où la barrière n'a pas été franchie, les produits structurés ont pu jouer leur rôle de réduction de la volatilité en limitant les pertes comparativement à un investissement direct sur les marchés actions. C'est pourquoi dès lors que le fonctionnement du produit et les risques qui lui sont associés sont bien compris, ces produits peuvent constituer des alternatives intéressantes dans le cadre par exemple d'une politique de diversification.

- L'investissement en crypto-actifs demeure sujet à des risques opérationnels ou de mauvaise appréhension

La chute des marchés boursiers pourrait favoriser le développement d'investissements alternatifs et non traditionnels auxquels les crypto-actifs appartiennent. Un rapport de l'Association pour le développement des actifs numériques (ADAN) met en avant l'intérêt croissant des investisseurs à la recherche de diversification (particuliers et entreprises) pour cette classe d'actifs<sup>174</sup> mais les risques de ces investissements ne doivent pas être négligés. Le premier risque lié aux crypto-actifs est celui d'une baisse de leur valeur<sup>175</sup>. D'autant plus que la corrélation du Bitcoin avec le CAC 40 s'est renforcée pendant la crise de la COVID-19. Elle s'élevait à 65 % depuis 2015 mais s'est accentuée pour atteindre 96 % entre le 17 février et le 18 mars 2020.

<sup>171</sup> « Placements à formule » lisibilité et appropriation de la documentation par les épargnants. AMF Risques et tendances (2018).

<sup>172</sup> Dans son domaine de compétence propre, l'ACPR a également publié en 2010 une doctrine équivalente sous la forme d'une recommandation.

<sup>173</sup> Demartini A., N. Mosson (2020).

<sup>174</sup> Association pour le développement des actifs numériques (2020), L'état de l'industrie crypto/blockchain pendant la crise du COVID-19.

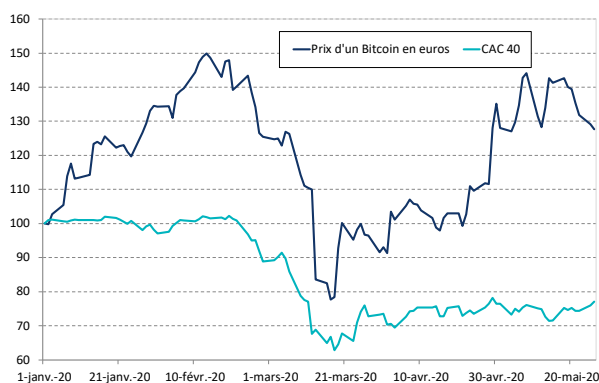
<sup>175</sup> Lors de la crise du COVID-19, le cours du Bitcoin a subi une lourde chute, sa valeur a diminué de 48 % entre le 13 février et le 17 mars 2020 avant de se reprendre.

**Graphique 109 : Cours du Bitcoin (en euros)**



Source : Refinitiv Datastream

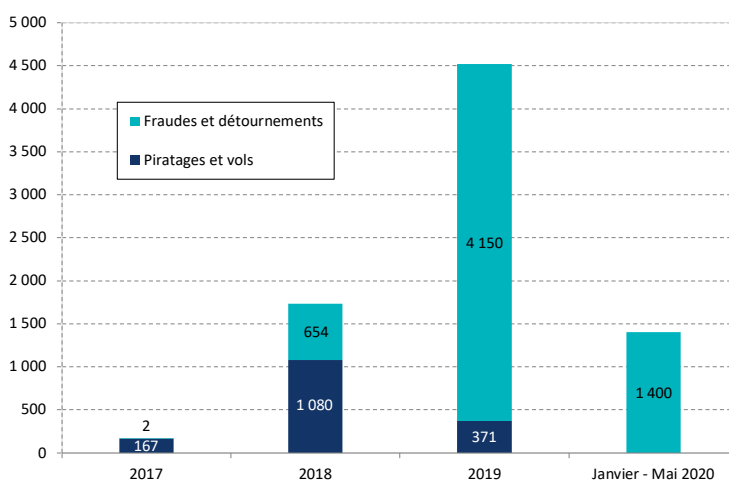
**Graphique 110 : évolution du CAC 40 et du Bitcoin en euros**  
(base 100 le 1<sup>er</sup> janvier 2020)



Source : Refinitiv Datastream

Outre le risque de perte de valeur, les crypto-actifs sont également soumis aux risques opérationnels. L'entreprise américaine de cybersécurité Cipher Trace estime ainsi que les vols, piratages et escroqueries liés aux crypto-actifs se sont élevés, au niveau mondial, à 4,5 milliards de dollars en 2019.

**Graphique 111 : Vols, piratages et escroqueries liés aux crypto-actifs**  
(en millions de dollars)



Source : Cipher Trace Cryptocurrency Intelligence

Certains prestataires de services relatifs aux crypto-actifs doivent désormais se faire agréer ou enregistrer auprès de l'AMF, depuis la loi PACTE, complétée par le décret n° 2019-1213 du 21 novembre 2019. L'enregistrement obligatoire délivré par l'AMF sur avis conforme de l'ACPR vise les prestataires qui fournissent des services en France de conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques et/ou d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal. L'enregistrement nécessite le respect d'exigences concentrées sur l'honorabilité des dirigeants et des actionnaires significatifs et sur l'encadrement du risque de blanchiment de capitaux et le gel des avoirs.

L'agrément optionnel délivré par l'AMF vise les prestataires établis en France qui fournissent un ou plusieurs services listés à l'article L. 54-10-2 du code monétaire et financier (conservation pour le compte de tiers d'actifs numériques, service d'achat ou de vente d'actifs numériques en monnaie ayant cours légal, service d'échange d'actifs numériques contre d'autres actifs numériques, exploitation d'une plateforme de négociation d'actifs numériques, réception et transmission d'ordres sur actifs numériques pour le compte de tiers, gestion de

portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers, conseil aux souscripteurs d'actifs numériques, prise ferme d'actifs numériques, placement garanti d'actifs numériques, placement non garanti d'actifs numériques).

L'agrément nécessite le respect de différentes exigences en matière d'organisation, de conduite de l'activité et de ressources financières détaillées dans la réglementation. Seules les sociétés ou succursales établies en France peuvent être agréées. Les prestataires de services sur actifs numériques devront ainsi satisfaire un certain nombre de critères tels qu'une communication claire, exacte et non trompeuse, un dispositif de sécurité et de contrôle interne ou encore un système informatique résilient. Ce nouvel agrément permettra donc d'identifier les acteurs sérieux et d'orienter les investisseurs vers les plateformes respectant un certain nombre d'exigences minimales.

De manière analogue, un visa optionnel peut être délivré par l'AMF pour les *Initial Coin Offering* (ICO) émettant des jetons dits de service (*utility token*) depuis la loi PACTE. L'obtention du visa est conditionnée au respect de quatre critères : être constitué sous la forme d'une personne morale établie ou immatriculée en France, fournir un document d'information (*white paper*) sur l'offre de jetons et les droits qui y sont attachés, le projet financé, l'entreprise émettrice et les risques afférents<sup>176</sup>, mettre en place un procédé permettant le suivi et la sauvegarde des actifs recueillis dans le cadre de l'offre et respecter les règles en vigueur en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme<sup>177</sup>.

Toutefois, l'investissement en crypto-actifs reste soumis à des risques opérationnels. Parmi les risques identifiés, celui de leur stockage est une cause de perte assez répandue. Plusieurs solutions s'offrent à un investisseur pour stocker ses crypto-actifs, la première étant de conserver ses actifs sur les plateformes d'échange mais ces dernières, ainsi que le compte de l'utilisateur, peuvent être piratés. Dans son dernier rapport sur la sécurité des plateformes, l'organisme d'analyse ICOrating a étudié la sécurité de 135 plateformes d'échanges de crypto-actifs dont les échanges quotidiens dépassent 100 000 dollars<sup>178</sup>. Selon cet organisme, à fin 2018, seules 22 % des plateformes testées respectent les quatre critères retenus pour jauger la sécurité des comptes utilisateurs<sup>179</sup>. Outre le piratage du compte de l'utilisateur, la plateforme elle-même peut également être attaquée. ICOrating identifie dix erreurs et attaques auxquelles les plateformes pourraient être confrontées et estime qu'en moyenne les plateformes analysées sont protégées contre six de ces erreurs et attaques (le minimum étant quatre et le maximum neuf). Nombre de plateformes semblent donc vulnérables et la plupart ne garantissent pas les dépôts des investisseurs, les pertes peuvent donc être significatives en cas de piratage.

Une autre solution pour conserver ses crypto-actifs réside dans l'utilisation de logiciels informatiques (*software wallet*), de portefeuilles physiques (*hardware wallet*) ou de supports non digitalisés (*cold wallet*). Ces solutions sont toutes soumises à des risques plus ou moins forts : risque de piratage, risque de perte ou le vol de l'ordinateur ou du téléphone sur lequel est installée l'application ou du périphérique ou encore risque de perdre ses clés privées (impossibles à rééditer) et de sa phrase de récupération (*seed phrase*).

Au-delà des crypto-actifs, un nouveau pan de l'écosystème *blockchain* est en plein essor dernièrement : la finance décentralisée (DeFi). La DeFi consiste à proposer des services financiers classiques de manière décentralisée en s'appuyant sur la technologie *blockchain* et en particulier sur la *blockchain* d'Ethereum et les *smart contracts*. Les activités liées à la finance décentralisée ont crû lors des deux dernières années bien que les montants en jeu demeurent modestes. La valeur totale des actifs sous scellés<sup>180</sup> et impliqués dans les activités de la DeFi est ainsi passée d'un peu plus de 45 millions de dollars à fin 2017 à 1 080 millions de dollars le 17 juin 2020 en ayant atteint mi-février un pic à 1 240 millions de dollars selon les estimations de DeFi Pulse.

---

<sup>176</sup> Ce document devra aussi comprendre un avertissement sur la portée limitée du visa de l'AMF et un avertissement général sur les risques liés à tout investissement dans une offre publique de jetons.

<sup>177</sup> Au 15 juin 2020, deux ICO ont obtenu un visa de l'AMF.

<sup>178</sup> *Exchange Security Report V 2.0 Update*, ICOrating, 18 décembre 2018.

<sup>179</sup> Les quatre critères sont les suivants : l'absence de dysfonctionnement de l'application résultant d'une erreur de code, un niveau de sécurité du mot de passe élevé ; l'impossibilité de créer un compte sans vérification par courrier électronique et l'existence d'un système à double authentification.

<sup>180</sup> La plupart des applications de la DeFi nécessite un dépôt de capital qui sert de collatéral ou d'apport de liquidité. La quantité de capital bloqué est donc couramment utilisée pour mesurer la croissance de la DeFi.

**Graphique 112 : Montants mis sous séquestre et impliqués dans les différentes applications de la finance décentralisée**



Source : DeFi Pulse

Selon DeFi Pulse, près de 75 % des montants mis sous séquestre au 17 juin 2020 sont liés aux activités de prêts. Or, cette activité peut sembler au premier abord très attractive pour les prêteurs, certaines plateformes proposant des taux d'intérêt variables de l'ordre de 10 %<sup>181</sup> <sup>182</sup>. Dans l'environnement de taux bas actuel qui devrait se prolonger, ce placement pourrait attirer des épargnants à la recherche de rendement, d'autant que certains prêts basés sur des *stable coins*<sup>183</sup> peuvent donner une impression de sécurité, ce qui n'est évidemment pas le cas.

Ces investissements sont tout d'abord soumis aux risques opérationnels inhérents à l'utilisation de *smart contracts*. De plus, les prêts exprimés en *stable coins* sont garantis par un crypto-actif dont la valeur peut-être très volatile. Or, en cas de chute de la valeur du crypto-actif, il peut s'avérer difficile de maintenir la stabilité du *stable coin*, ce qui peut entraîner un écart entre sa valeur et celle de sa monnaie de référence voire des crises de liquidité.

La gouvernance du projet constitue également un risque car, si elle est centralisée autour de l'équipe créatrice du projet au départ, elle est ensuite progressivement distribuée sous la forme de crypto-actifs de « droit de vote » qui peuvent être échangés sur un marché secondaire. Cette ouverture de la gouvernance peut amener à une perte des crypto-actifs ou à un rendement différent de celui annoncé au départ du projet.

Enfin, l'écosystème DeFi étant dense et varié, il n'est pas rare que des utilisateurs soient présents sur plusieurs DeFi simultanément. Cela crée un risque pour des applications qui n'ont pas toujours été développées pour ce cumul d'interactions. Cela permet également des schémas de manipulation de cours des crypto-actifs notamment grâce aux prêts non collatéralisés instantanés (*flash loans*).

- Les nouveaux actionnaires sont-ils vraiment dans une logique de placement à long terme ?

Selon une étude de Luc Arrondel et André Masson réalisée à partir de la base Patrimoine et préférences vis-à-vis du Temps et du Risque (PATER)<sup>184</sup>, trois facteurs peuvent expliquer l'évolution de l'actionnariat individuel :

- les « ressources » disponibles des individus : patrimoine, revenus, niveau d'éducation, connaissances financières, etc. ;
- les anticipations et croyances à l'égard du futur : les anticipations économiques, sur soi-même et les anticipations sociales de long terme ;
- les préférences à l'égard du risque : degré d'aversion au risque et préférence pour le présent.

<sup>181</sup> Source : <https://loanscan.io/>

<sup>182</sup> Il faut noter que le taux d'intérêt affiché varie ensuite en fonction de l'offre et de la demande, le taux d'intérêt affiché au premier abord n'est donc pas garanti pour toute la durée du prêt.

<sup>183</sup> Un *stable coin* est un crypto-actif dont la valeur est stable et généralement adossée à une monnaie comme le dollar ou l'euro.

<sup>184</sup> L. Arrondel & A. Masson, A (2014), Mesurer les préférences des épargnants: comment et pourquoi (en temps de crise)?

La crise financière de 2007 - 2008 s'était traduite par une diminution progressive de l'actionnariat individuel résultant d'une perception plus sombre à l'égard de l'avenir<sup>185</sup>. Les auteurs ne constataient ainsi pas de modification significative des ressources ou des préférences des épargnants. La crise actuelle diverge cependant de la crise des *subprime* car elle n'émane pas d'une crise financière. Elle s'est notamment matérialisée par un double choc d'offre et de demande obligeant les particuliers à épargner faute de pouvoir consommer.

Grâce à l'exploitation du *reporting* des transactions MIF 2, l'AMF a étudié le comportement des clients particuliers des établissements français sur les titres vifs du SBF 120 pendant la crise sanitaire<sup>186</sup>. Alors qu'une tendance au désinvestissement avait pu être observée pour l'année 2019 (-5,9 milliards d'euros malgré le succès de l'introduction en bourse de la FDJ), les particuliers ont investi près de 3,5 milliards d'euros dans les titres du SBF 120 entre le 2 mars et le 3 avril 2020. Les achats des épargnants ont ainsi été multipliés par 4 par rapport à la moyenne de 2019. En parallèle, les fonds actions français ont subi peu de décollecte pendant la crise. Les souscriptions nettes cumulées (provenant des investisseurs particuliers et institutionnels) entre le 18 février et le 25 mai 2020 se sont élevées à près de 3 milliards d'euros (dont 2 milliards d'euros environ pour le seul mois de mars 2020) soit 0,8 % de l'actif net du début de période. Cet attrait des particuliers pour les actions en période de crise semble être de prime abord une bonne nouvelle car cela correspond à une stratégie contra-cyclique, comportement que les épargnants peinent à adopter. Il apparaît cependant peu probable que la crise de la COVID-19 ait, à l'inverse de la précédente, modifié les préférences des épargnants mais l'absence de cause financière à la crise a pu inciter certains épargnants à investir en actions.

Cependant, le profil des investisseurs interpelle car sur les 580 000 clients particuliers ayant acheté des actions entre le 24 février et le 3 avril 2020, près de 150 000 n'avaient effectué aucune transaction sur instrument financier en 2018 et 2019. Ces nouveaux investisseurs sont plus jeunes que la clientèle habituelle, ils ont en moyenne entre 10 et 15 ans de moins. Il est donc légitime de se demander si ces nouveaux investisseurs sont dans une démarche de placement à long terme et de diversification, s'ils sont prêts à assumer une part de risque et s'ils possèdent les connaissances nécessaires pour entreprendre ces investissements car dans le cas d'un service de réception-transmission d'ordres, les tests d'adéquation ne sont pas réalisés préalablement à l'investissement.

#### **4.3. LES ÉPARGNANTS SOUHAITANT INVESTIR À LONG TERME EN ACTIONS CHOISSENT-ILS BIEN ENTRE UNITÉS DE COMPTE ET COMPTE-TITRES ?**

Plusieurs enveloppes fiscales peuvent être envisagées pour un épargnant souhaitant investir sur les marchés financiers : l'assurance-vie en unités de compte (UC), le compte-titres ordinaire (CTO), le plan d'épargne en actions (PEA) ou le plan d'épargne retraite (PER). Ces deux dernières enveloppes sont sujettes à de fortes contraintes en termes respectivement d'univers d'investissement et de déblocage. À l'inverse, l'assurance-vie en UC et le CTO offrent tous deux une plus grande flexibilité mais les deux enveloppes possèdent chacune des caractéristiques propres. Jusqu'à présent l'assurance-vie a largement été proposée par les conseillers bancaires contrairement aux comptes-titres : selon les résultats des dernières visites mystères réalisées par l'AMF<sup>187</sup>, l'assurance-vie a été proposée dans 93 % des cas au profil risquophile et dans 88 % des cas au profil risquophobe. Pour le CTO, ces chiffres s'élèvent respectivement à 17 % et 13 %. De plus, la présentation de l'assurance-vie n'est pas toujours équilibrée : les avantages ont été soulignés au profil risquophile dans 86 % des cas (respectivement 74 % pour le profil risquophobe) alors que les inconvénients n'ont été présentés que dans 32 % des cas (respectivement 31 % pour le profil risquophobe).

La fiscalité constitue une première divergence forte entre l'assurance vie en UC et le CTO. Le CTO est par défaut assujéti à la *flat tax* de 30 % quelle que soit la durée de détention mais l'épargnant peut choisir d'être taxé au taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP - auquel cas d'éventuels abattements peuvent être appliqués). À l'inverse, la fiscalité de l'assurance-vie en UC dépend de la durée de détention et du montant investi

<sup>185</sup> Le taux de détention d'actions en direct s'établissait ainsi à 6,9 % en mars 2020 contre 13,8 % en décembre 2008, selon les chiffres de Kantar TNS.

<sup>186</sup> Direction des marchés de l'AMF (2020), Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise COVID-19.

<sup>187</sup> AMF (2019), Résultats des deux campagnes de visites mystère « risquophobe » et « risquophile » conduites sous MIF 2.



et comprend un abattement annuel (Tableau 12). Dans ce cas aussi, il est possible d'opter pour la taxation au taux de l'IRPP. Outre le taux, la fréquence de taxation diffère entre les deux enveloppes : elle intervient à chaque arbitrage ou versement de dividendes ou de coupons pour le CTO et en cas de rachat ou de décès pour l'enveloppe assurantielle.

**Tableau 12 : Fiscalité applicable sur les revenus du capital**  
(en fonction de la durée de détention, notée d)

Compte-titres		Assurance vie: cas d'un contrat souscrit après le 26 septembre 1997 et de versements effectués après le 27 septembre 2017			
	Taux final (y.c. CS)	Taux d'imposition	Taux de contributions sociales	Taux final	
d < 8 ans		12,8%	17,2%	<b>30,0%</b>	
d > 8 ans	<b>30,0%</b>	< 150 k€:	7,5%	17,2%	<b>24,7%</b>
		> 150 k€:	12,8%	17,2%	<b>30,0%</b>
<b>Abattement annuel de 4600€ (9200€ pour un couple) après 8 ans</b>					

en vert: possibilité de choisir une taxation "Cotisations sociales (CS) + IRPP" en lieu et place du taux fixe

Source : Service-Public.fr calculs AMF

L'assurance-vie présente des caractéristiques intéressantes dans une logique de transmission. En effet, en cas de décès du titulaire du compte, l'encours des CTO est intégralement inclus dans la succession alors qu'il existe pour l'assurance-vie un abattement sur les sommes transmises, variable selon l'âge du titulaire au moment du décès et s'élevant au maximum à 152 500 euros. Cette disposition propre à l'assurance-vie s'ajoute à l'abattement général sur les droits de succession (qui s'élève au maximum à 100 000 euros) et est donc particulièrement attractive pour les patrimoines élevés ou pour les successions profitant peu de l'abattement général.

D'autre part, la structure des frais diffère grandement selon les enveloppes<sup>188</sup>. Les compte-titres prélèvent des frais de courtage et des droits de garde dont les taux sont décroissants du montant de l'ordre et du capital investi<sup>189</sup>. Si l'épargnant souhaite investir une partie de son compte-titres en parts de fonds, les frais propres aux fonds s'ajouteront aux frais de l'enveloppe. L'assurance-vie en UC facture de son côté des frais de gestion annuels proportionnels aux encours auxquels peuvent s'ajouter d'éventuels frais de versements et d'arbitrage. L'encours investi en assurance-vie en UC est essentiellement placé en fonds d'investissement, la détention directe de titres étant, en règle générale, impossible<sup>190</sup>. Les frais propres aux fonds doivent donc être ajoutés. La détention d'un compte-titres peut ainsi au total s'avérer moins coûteuse en termes de frais que l'assurance-vie en UC, en particulier si les montants investis sont substantiels.

Enfin, une différence fondamentale entre assurance-vie et CTO concerne la gestion du portefeuille qui peut être plus aisée car plus réactive et plus transparente sur un CTO, en particulier lorsque les sous-jacents sont des titres vifs. Les différents types d'ordre proposés par un CTO offrent une plus grande flexibilité et certains, comme l'ordre à cours limité, assurent un contrôle sur le prix d'achat ou de vente des titres vifs. La possibilité en assurance-vie de mettre en place des stratégies d'arbitrage automatiques comme le *stop loss* permet d'exercer un certain contrôle sur la variation de la valorisation des sous-jacents mais les arbitrages sur l'assurance-vie en UC peuvent prendre plusieurs jours (même si les fonds sous-jacents publient une valeur liquidative quotidienne) et l'exécution est à cours inconnu. Ce phénomène a d'ailleurs pu être exacerbé pendant la crise dans un contexte de forte volatilité. Les deux enveloppes présentent donc chacune des caractéristiques différentes avec des avantages et inconvénients qui leur sont propres. Le choix de l'enveloppe pour un épargnant doit ainsi se faire au regard de sa

<sup>188</sup> Il n'est pas tenu compte dans cette analyse des éventuels frais d'ouverture ou de clôture.

<sup>189</sup> Pour plus de détails, se reporter à : AMF (2020), Les frais des placements financiers. Lettre de l'observatoire de l'épargne, n°37.

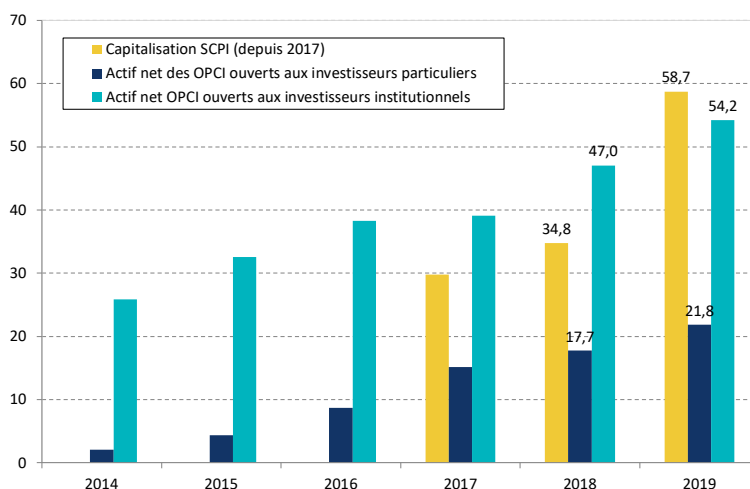
<sup>190</sup> On ne considère pas ici les assurances-vie de droit luxembourgeois, proposées en France à une clientèle aisée, et qui permettent l'investissement en titres vifs.

situation personnelle, de ses attentes et préférences. L'assurance-vie conviendra mieux à certains épargnants alors que d'autres préféreront le CTO. Un épargnant souhaitant investir sur les marchés financiers doit étudier minutieusement les différentes caractéristiques des enveloppes afin d'opter pour celle qui correspond le mieux à sa situation et doit si besoin solliciter l'aide d'un professionnel.

#### 4.4. QUELLES CONSÉQUENCES LA CRISE SANITAIRE PEUT-ELLE AVOIR SUR LES MÉNAGES EXPOSÉS À L'IMMOBILIER ?

Outre les dépôts bancaires et l'assurance-vie, une part significative de l'épargne des Français est investie en immobilier. Selon le Baromètre de l'épargne de l'AMF<sup>191</sup>, près de la moitié des individus interrogés considèrent que l'immobilier est adapté à un investissement de long terme (d'une durée de 15 ou 20 ans). Il n'est donc pas étonnant de constater que les logements et terrains représentaient en 2018 65,6 % du patrimoine net des Français (Graphique 119). Les ménages français sont également exposés indirectement à l'immobilier résidentiel et commercial au travers des fonds immobiliers. L'actif net des organismes de placement collectif immobilier (OPCI) ouverts aux investisseurs particuliers a une nouvelle fois progressé en 2019 pour atteindre 21,8 milliards d'euros en 2019 (soit une hausse de 23,2 % en un an). La hausse de l'encours des fonds immobiliers a été générale en 2019 (Graphique 113). L'exposition des ménages à l'immobilier est donc double : ils investissent directement pour acquérir leurs logements ou pour des projets d'investissement locatif et ils sont indirectement exposés à l'immobilier résidentiel et commercial de par leur détention de fonds immobiliers.

**Graphique 113 : Évolution des fonds immobiliers français**  
(Capitalisation et actif net, en milliards d'euros)



Source : AMF, base BIO

Or, l'immobilier résidentiel français a fait l'objet d'une alerte du Conseil européen du risque systémique (CERS ou ESRB en anglais) en septembre 2019. La France fait ainsi partie des 11<sup>192</sup> pays ayant reçu une alerte ou une recommandation à la suite de la détection de certaines vulnérabilités liées au secteur de l'immobilier résidentiel. L'analyse de l'ESRB pour la France s'inquiète des éléments suivants : le niveau élevé et l'augmentation de l'endettement des ménages, une détérioration de la qualité des prêts consentis et une hausse significative des prix immobiliers résidentiels dans certaines villes avec un niveau apparaissant parfois élevé au regard des loyers et des

<sup>191</sup> AMF (2019), Baromètre de l'épargne et de l'investissement : étude annuelle sur les attitudes et opinions des épargnants à l'égard des placements.

<sup>192</sup> La République Tchèque, l'Allemagne, l'Islande, la Norvège ont reçu une alerte alors que la Belgique, le Danemark, le Luxembourg, les Pays-Bas, la Finlande et la Suède ont reçu des recommandations.

revenus<sup>193</sup>. Le mois suivant, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) notait dans une analyse des risques du secteur immobilier résidentiel<sup>194</sup> l'absence de signe clair de surévaluation des prix et la faible exposition des ménages à une baisse des prix mais soulignait la dette croissante des ménages (la dette des ménages rapportée au RDB n'a cessé de progresser en France depuis le début des années 2000 pour atteindre 98,1 % fin 2019) et l'assouplissement des conditions d'octroi de crédit (allongement des maturités, hausse des taux d'effort).

**Tableau 13 : Évolution des caractéristiques des crédits à l'habitat entre décembre 2014 et décembre 2019**

	déc.-14	déc.-19
<b>Ratio prêt sur valeur moyen</b>	84,4%	88,8%
<b>Taux d'apport &lt; 5%</b>	20,1%	26,9%
<b>Durée initiale moyenne</b>	17,8 ans	20,4 ans
<b>Taux d'effort &gt; 35%</b>	24,42%	25,16%

Source : Statistiques sur la production mensuelle de crédit à l'habitat, ACPR

En réponse, le HCSF recommandait aux établissements bancaires en décembre 2019 de limiter le taux d'effort des emprunts à 33 % et la maturité à 25 ans<sup>195</sup>. Une dérogation est toutefois possible (jusqu'à 15 % de la production trimestrielle de crédits) pour une partie des prêts consentis notamment aux primo-accédants et aux acquéreurs de leur résidence principale à condition que le ratio dette sur revenu de ces créiteurs ne dépasse pas 7 années.

Étant donné le poids de l'immobilier au sein du patrimoine des ménages français et les inquiétudes soulevées au niveau européen et national, il est intéressant de se demander quel pourrait être l'impact de la crise sanitaire sur les prix immobiliers et si des conséquences sur les ménages sont à prévoir.

#### 4.4.1. Quelles pourraient être les conséquences de la crise sur les prix immobiliers ?

##### Sur les locaux commerciaux

La crise sanitaire met sous pression les entreprises avec un ralentissement voire un arrêt de l'activité et une diminution de la demande. Afin d'aider les très petites entreprises (TPE), la loi du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de COVID-19 et l'ordonnance du 25 mars 2020 relative au paiement des loyers, des factures d'eau, de gaz et d'électricité afférents aux locaux professionnels des entreprises dont l'activité est affectée par la propagation de l'épidémie de COVID-19 ont interdit pour les entreprises concernées par le fonds de solidarité<sup>196</sup> l'application « de pénalités financières ou intérêts de retard, de dommages-intérêts, d'astreinte, d'exécution de clause résolutoire, de clause pénale ou de toute clause prévoyant une déchéance, ou d'activation des garanties ou cautions, en raison du défaut de paiement de loyers ou de charges locatives afférents à leurs locaux professionnels et commerciaux [...] ». Au-delà des seules TPE, il peut être craint que nombre d'entreprises rencontrent des difficultés pour honorer leurs loyers et plus généralement pour faire face à la crise.

Les prix de l'immobilier commercial pourraient également pâtir de la crise. La crise pourrait, en effet, pousser certaines entreprises à la faillite et décourager la création d'entreprises compte tenu du contexte très incertain, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les prix. De plus, le développement du télétravail à la suite des mesures de confinement pourrait inciter les entreprises à favoriser ce mode de travail et à réduire leur demande en immobilier de bureau.

<sup>193</sup> Alerte du Comité européen du risque systémique du 27 juin 2019 concernant des vulnérabilités à moyen terme du secteur immobilier résidentiel en France.

<sup>194</sup> Diagnostic des risques dans le secteur de l'immobilier résidentiel, Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), octobre 2019.

<sup>195</sup> Recommandation n° R-HCSF-2019-1 relative aux évolutions du marché immobilier résidentiel en France en matière d'octroi de crédit, HCSF, décembre 2019.

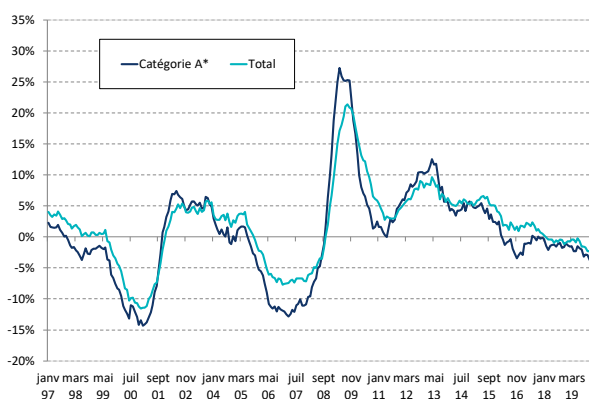
<sup>196</sup> Les critères d'éligibilité portent sur le nombre d'employés, le chiffre d'affaires annuel, le bénéfice annuel et l'impact de la crise sur l'activité / le chiffre d'affaires.

□ Sur l'immobilier résidentiel

La crise COVID-19 et les mesures de confinement de la population prises pour endiguer le virus ont, dans un premier temps, engendré une paralysie du marché immobilier, rendant toute visite impossible. La crise liée à la COVID-19 pourrait à plus long terme dégrader l'offre dans le neuf (difficultés de promoteurs), accroître l'offre dans l'ancien, mais surtout déprimer la demande (incertitude accrue, revenus en baisse, moindre capacité des banques à prêter). Du côté de l'offre, une hausse du chômage ou une baisse des revenus causées par un ralentissement de l'économie pourraient engendrer une saturation de la contrainte des revenus voire une hausse des défauts pour les ménages détenant un crédit immobilier. Ces derniers pourraient alors se retrouver contraints de vendre leur bien immobilier alimentant ainsi l'offre de logements. Ce risque semble cependant limité par la forte proportion de crédits à taux d'intérêt fixes<sup>197</sup> et le système de protection sociale français.

La crise de la COVID-19 pourrait en parallèle diminuer la demande en logement des ménages. La crise sanitaire mondiale et la réduction de l'activité économique qu'elle engendre pourrait conduire, d'une part, à une augmentation du chômage et à une diminution du pouvoir d'achat des Français.

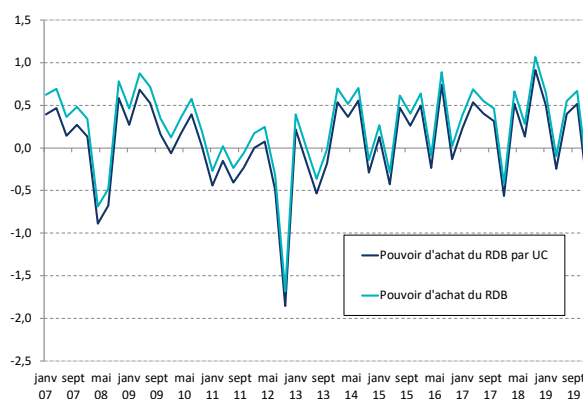
**Graphique 114 : Évolution du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle Emploi en France métropolitaine (glissement annuel en %)**



Source : Pôle emploi - STMT, Données brutes

(\*) Catégorie A : demandeurs d'emploi tenus de faire des actes positifs de recherche d'emploi, sans emploi

**Graphique 115 : Évolution du pouvoir d'achat du RDB en France (par rapport au trimestre précédent en %)**



Source : Insee, comptes nationaux trimestriels base 2014

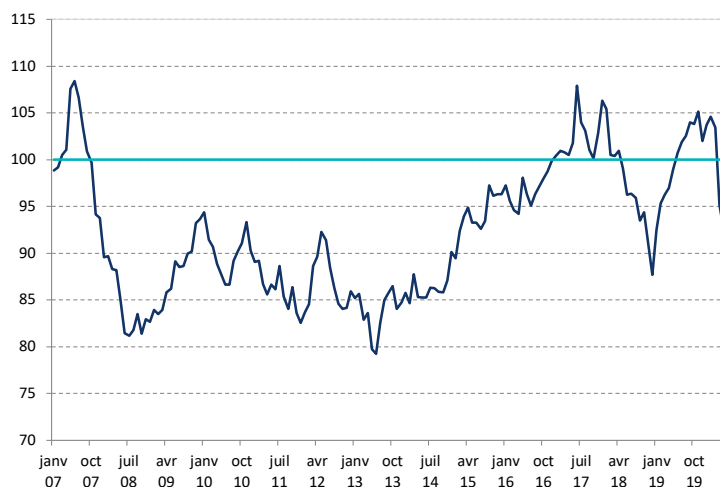
Sur la période 2000 – 2015, Jacques Friggitt<sup>198</sup> estime ainsi qu'une augmentation de 1 point du taux de chômage est corrélée avec une moindre croissance du prix des logements de l'ordre de 3 %<sup>199</sup>. De plus, cette crise sans précédent a affecté la confiance des ménages français (Graphique 116), ce qui pourrait les inciter à renoncer à tout investissement et notamment à leur projet d'achat immobilier, diminuant ainsi la demande de logements. Enfin, la chute des cours boursiers pourrait avoir un effet ambivalent en diminuant d'un côté l'épargne investie en actions que certains ménages destinaient à un achat immobilier et en alimentant l'incertitude tout en faisant apparaître l'immobilier comme une valeur refuge.

<sup>197</sup> Selon l'enquête annuelle sur le financement de l'habitat de l'ACPR, 98,5 % des nouveaux prêts émis en 2018 et 94,6 % de l'encours de crédits fin 2018 étaient à taux fixes.

<sup>198</sup> Jacques Friggitt est un spécialiste de l'évolution du marché immobilier français au sein du Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD).

<sup>199</sup> Source : Friggitt J. (2019) Différenciation du niveau et de la variation du prix des logements selon le département de 1994 à 2018, Conseil général de l'environnement et du développement durable (CGEDD).

**Graphique 116 : Indicateur synthétique de confiance des ménages français\***

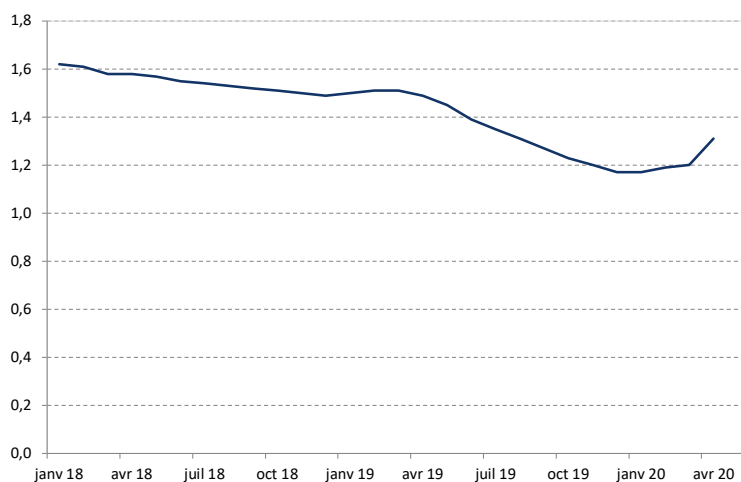


(\* ) 100 représente la moyenne de longue période

Source : Insee

L'évolution des taux d'intérêt pour les crédits à l'habitat, soutien des prix immobiliers lors des dernières années, sera déterminant, de même que la capacité de la protection sociale à jouer son rôle d'amortisseur des crises.

**Graphique 117 : Taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux à l'habitat des particuliers**  
(toutes durées, taux effectif au sens étroit, moyenne pondérée par les flux des taux à long terme et à court terme, en %)



Source : Banque de France

Au final, les conséquences de la crise semblent avoir des effets parfois contradictoires sur l'offre et la demande de biens immobiliers résidentiels, leurs ampleurs respectives seront donc déterminantes. L'impact pourrait également diverger selon la localisation en favorisant les banlieues ou la province au détriment des grandes villes.

**Tableau 14 : Impacts potentiels de la crise sanitaire sur l'offre et la demande de biens immobiliers résidentiels**

Impacts de la crise de la COVID-19	Effet sur l'offre	Effet sur la demande
<i>Facteurs créant une pression à la baisse sur les prix immobiliers résidentiels</i>		
Hausse du chômage		↘
Baisse des revenus		↘
<i>Facteurs créant une pression à la hausse sur les prix immobiliers résidentiels</i>		
Arrêt des chantiers de construction	↘	
L'immobilier considéré comme une valeur refuge	↘	↗
<i>Facteurs aux conséquences incertaines</i>		
Hausse de l'incertitude	↘	↘
Maintien de l'environnement de taux bas	↗	↗

#### 4.4.2. Quels effets sur les ménages exposés à l'immobilier la crise pourrait-elle avoir ?

- Les fonds immobiliers pourraient pâtir de la crise de la COVID-19

Selon les données de l'Institut de l'épargne immobilière et foncière (IEIF), la capitalisation des sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) d'entreprises représente 93 % de la capitalisation totale des SCPI à fin 2019. De manière analogue, le patrimoine immobilier des OPCI grand public est composé à 98 % d'immobilier commercial au 31 décembre 2018. Les fonds immobiliers devraient donc être peu touchés par l'évolution des prix immobiliers résidentiels mais largement dépendants de la situation de l'immobilier commercial.

À la suite des mesures prises par le gouvernement pour soutenir les entreprises, les associations et fédérations représentatives des bailleurs ont appelé leurs adhérents à reporter, étaler voire annuler les loyers pour certaines TPE et PME<sup>200 201</sup>. Cela pourrait donc réduire les loyers versés aux fonds immobiliers et donc la performance de ces derniers et pourrait aussi fragiliser leur modèle de financement s'ils sont endettés et que le remboursement de cette dette repose sur les loyers. D'autre part une baisse des prix immobiliers entraînerait une baisse du prix des parts des fonds immobiliers, pénalisant ainsi d'autant plus les rendements de ces fonds.

Une incertitude sur les prix des actifs sous-jacents pourrait forcer les gestionnaires à suspendre certains de leurs fonds comme ce fut le cas par exemple en Grande-Bretagne, en Irlande ou encore au Canada mais aucun fonds immobiliers français n'a pour le moment fait l'objet d'une suspension.

Une diminution des rendements ou du prix des parts des fonds immobiliers pourrait d'autre part accroître les demandes de rachats de la part des investisseurs ce qui pourrait contraindre les fonds soit à suspendre les rachats soit à céder des actifs probablement à un prix dégradé, pénalisant d'autant plus leur performance. Ce risque apparaît toutefois limité dans la mesure où les SCPI sont des fonds fermés n'ayant pas d'obligation d'honorer les demandes de rachat en l'absence de souscription équivalente et les OPCI réservés aux investisseurs professionnels sont pourvus de mécanismes de limitation des rachats. Le risque évoqué concernerait donc seulement les OPCI ouverts aux investisseurs particuliers qui sont des fonds ouverts. Il faut toutefois noter que, lorsque la détention de ces fonds se fait par le biais de l'assurance-vie en UC, l'assureur peut décider de conserver les parts de fonds à la suite de la demande de rachat du client, ce qui limite la pression qui pourrait être exercée sur les fonds immobiliers. Afin de mesurer l'ampleur de ce risque, l'AMF a réalisé en 2016, sous l'égide du HCSF, des *stress tests* sur les OPCI français ouverts aux particuliers<sup>202</sup>. Plusieurs chocs ont été simulés, le plus fort prévoyant une diminution de 60 % du prix des bureaux en Île de France et une décollecte de 50 % du passif initial des fonds immobiliers répartie sur deux mois de manière linéaire. Les résultats des *stress tests* ont démontré la résilience

<sup>200</sup> Communiqué de presse des associations et fédérations représentatives des bailleurs relatif à la mesure de suspension des loyers au bénéfice des TPE et des PME, mars 2020.

<sup>201</sup> Communiqué de presse des associations et fédérations représentatives des bailleurs relatif à l'annulation automatique des loyers de commerce au bénéfice des TPE et à l'aménagement des reports pour les autres entreprises, avril 2020.

<sup>202</sup> HCSF (2017), Diagnostic actualisé et résultats des stress tests dédiés à l'immobilier commercial.

des OPCI face aux demandes de rachat malgré quelques fonds qui ne seraient pas en mesure de respecter les exigences de liquidité ou de diversification de manière temporaire.

À ce stade, les fonds immobiliers français ne semblent pas rencontrer de difficultés importantes. Entre le début janvier et la fin mai 2020, l'actif net de ces derniers a même progressé de 2 % et les fonds ont, en cumulé, bénéficié d'un effet flux positif (+1,6 milliards d'euros) et supérieur à l'effet valorisation (-225 millions d'euros).

- Une baisse des prix immobiliers résidentiels pénaliserait avant tout les ménages comptant sur leur patrimoine immobilier pour financer leurs dépenses liées au vieillissement

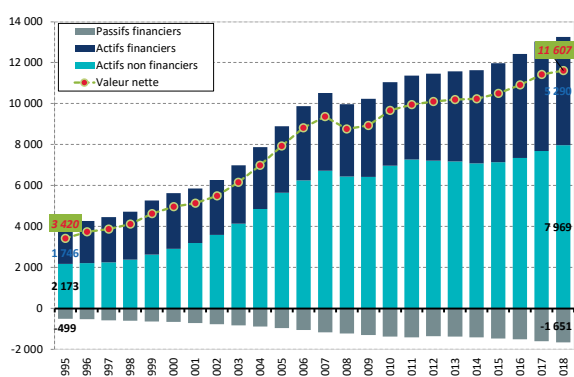
La plupart des ménages propriétaires ayant encore un prêt à rembourser mais ne souhaitant pas vendre seraient protégés par les taux d'intérêt fixes et le système de protection sociale français. En revanche, les ménages devant vendre leur bien immobilier pourraient être différemment marqués selon leur situation. Dans l'hypothèse où les biens de grande taille seraient plus durement touchés par la baisse des prix, les ménages souhaitant vendre leur bien immobilier pour acquérir une surface plus petite seraient pénalisés puisque la baisse des prix serait plus importante pour le bien vendu que pour le bien acheté. Cela pourrait concerner les retraités ou les individus proches de la retraite n'ayant plus d'enfant à charge. D'autre part, un recul des prix immobiliers pénaliserait également les individus vendant en viager. En conséquence, une baisse des prix immobiliers pourrait affecter les individus comptant sur leur patrimoine immobilier pour financer un complément à leurs retraites, compliquant ainsi davantage le financement de ces dernières.

## ANNEXES GRAPHIQUES

À RETENIR

- En 2019, le taux d'épargne s'établit à 14,7 %, soit le plus haut niveau depuis 2013 inclus. Le taux d'épargne financière enregistre un léger rebond à 4,3 %.
- Un nouveau record est à nouveau battu cette année : les ménages français ont placé 73,3 milliards d'euros sur les produits d'épargne bancaire en 2019 (monnaie et dépôts).
- Au sein des placements bancaires, les dépôts transférables et les placements à vue (livrets A, etc.) ont été particulièrement dynamiques.

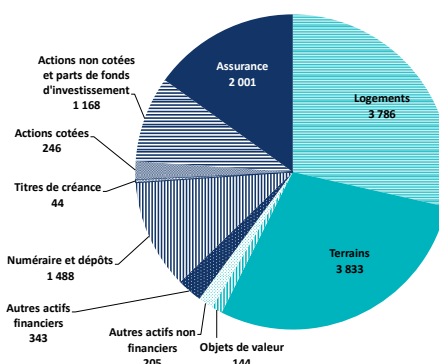
**Graphique 118 : Décomposition du patrimoine des ménages\***  
(agrégats, milliards d'euros)



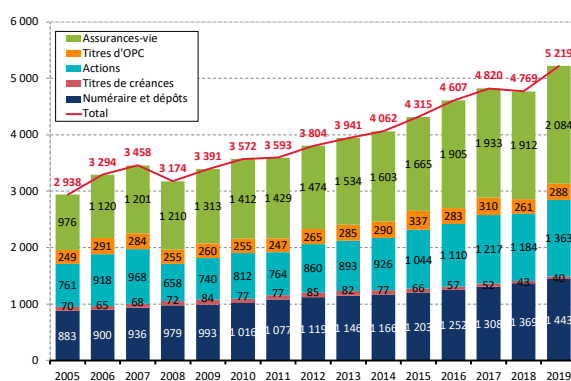
Source : Insee, Comptes de patrimoine des ménages (13/11/2019)

(\*) Ménages et entreprises individuelles sans les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

**Graphique 119 : Structure de l'actif brut des ménages\* à fin 2018**  
(en milliards d'euros)



**Graphique 120 : Principaux encours financiers nets des ménages\***  
(encours annuels, en milliards d'euros)

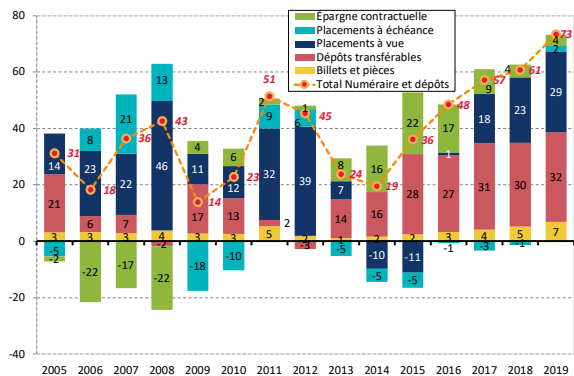


Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

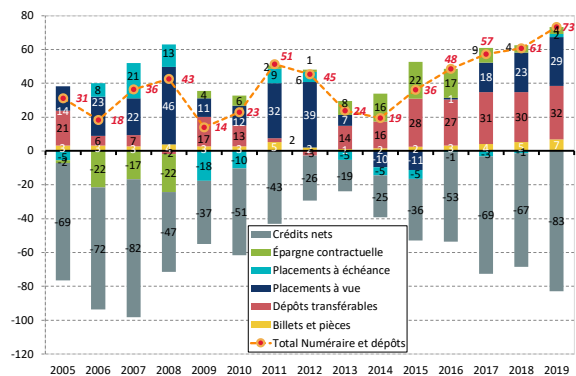
(\*) Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)



**Graphique 121 : Décomposition des flux de placements au sein du poste « numéraire et dépôts »**  
(flux annuels, en milliards d'euros)



**Graphique 122 : Flux de placements des postes « numéraire et dépôts » et crédits**  
(flux annuels, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

Périmètre : Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM)

## FOCUS - DONNÉES DE MARCHÉ : UN NOUVEL AGENDA RÉGLEMENTAIRE

Production et utilisation des données financières et extra-financières influent de façon croissante sur le fonctionnement et les performances des agents économiques, notamment des intervenants et parties prenantes aux marchés financiers. De fait, elles traduisent les intérêts d'un marché à part entière, dont l'organisation reste à préciser et à mettre en cohérence. Cette évolution motive diverses initiatives des autorités compétentes, qui identifient des enjeux stratégiques et projettent de légiférer sur de multiples points.

Le 19 février 2020, la **Commission européenne** a publié une stratégie européenne visant à préciser l'architecture du marché des données de l'Union européenne et lancé deux consultations publiques, l'une sur cette stratégie, l'autre sur l'intelligence artificielle (IA). La stratégie proposée souligne les enjeux économiques et le besoin d'encadrer et faciliter l'accès aux données, et leur utilisation<sup>203</sup>. L'économie des données de l'UE représente une production mondiale de 33 zettaoctets<sup>204</sup> de données (en 2018), 301 milliards d'euros (2,4 % du PIB), emploie 5,7 millions de professionnels des données, et croît très fortement<sup>205</sup>. Par exemple, la quantité de données non structurées<sup>206</sup> produites croîtrait de 80 % par an. Sur ces bases, la Commission identifie :

- Des **objectifs généraux** de bonne circulation des données au sein de l'UE à travers les secteurs et de bonne régulation en particulier en matière : i) de protection des données personnelles et des consommateurs ; ii) de concurrence concernant la fourniture de données<sup>207</sup> ; iii) d'équité, fonctionnalité effective et clarté de l'accès aux données et des droits d'utilisation correspondants. L'importance de la clarté et de la fiabilité de la gouvernance des données, notamment au niveau international, est soulignée dans ces objectifs ;
- Des **problèmes spécifiques**, concernant la concurrence entre fournisseurs, l'interopérabilité et la qualité des données, leur gouvernance, les infrastructures et technologies mises en œuvre, et l'exercice des droits protégeant les individus. En particulier, des questions sont posées sur les données comme bien public, et sur l'accès croisé aux données entre les secteurs notamment publics (G) et/ou privés (B) (G2B, B2B, B2G, G2G).

Sur ces bases, la Commission souhaite promouvoir l'investissement et mettre en place un cadre législatif au niveau européen pour éviter la mise en place de législations nationales qui pourraient induire un manque de cohérence :

- **Une gouvernance intersectorielle** de l'accès et de l'utilisation des données, par exemple pour :
  - ❑ Préciser les normes d'identification, d'authentification, de contrôle d'accès ;
  - ❑ Identifier les cas d'utilisation où la réutilisation des données intersectorielles a vocation à être soutenue par la normalisation ou standardisation ;
  - ❑ Donner des orientations sur les techniques de traitement licites, la protection des informations commerciales sensibles, la mise en œuvre du droit de la concurrence ;
- **Un cadre favorable à l'offre de données**, reposant notamment sur :
  - ❑ Un **renforcement des infrastructures** d'hébergement européennes (*cloud*), des capacités de traitement et d'utilisation des données, et de leur **interopérabilité** ;
  - ❑ Une **autorégulation** concernant les règles de traitement des données, notamment sur les services en nuage (*cloud*), des systèmes automatiques de prévention et de protection des données étant envisagés ;

<sup>203</sup> Ex. GDPR, and directives on Free Flow of Data, Open Data, Database, Cybersecurity, Digital Contents, Trade Secrets Protection.

<sup>204</sup> Unité représentant 10<sup>21</sup> octets.

<sup>205</sup> La Commission anticipe qu'en 2025, l'économie des données représentera une production de 175 zettaoctets de données d'une valeur de 829 milliards d'euros (5,8 % du PIB), et emploiera 10,9 millions de professionnels.

Les données non structurées sont représentées ou stockées sans format prédéfini. Elles sont typiquement constituées de documents textes, supports multimédia mais peuvent aussi contenir des dates ou des nombres.

<sup>207</sup> « La Commission examinera attentivement les effets possibles sur la concurrence d'une accumulation à grande échelle de données, au moyen d'acquisitions, ainsi que l'utilité de solutions d'accès aux données et de partage des données ».

- L'établissement d'une liste européenne des **données de grande valeur**, en vertu de la directive "Données ouvertes"<sup>208</sup>, une amélioration de la qualité des données du secteur public et l'adoption de formats lisibles par machine, par des interfaces de programmation d'applications (API) normalisées, visant un usage par les PME ;
- Des investissements dans des **espaces européens communs de données dans des secteurs stratégiques, d'intérêt public**. L'objet est, dans les domaines concernés, de mettre à disposition de vastes réserves communes de données et des outils et infrastructures techniques utiles. L'investissement de 2 milliards d'euros par la Commission européenne d'ici 2022, complétant ceux des États membres et de l'industrie, permettrait d'aboutir à un investissement total de 6 milliards d'euros dans les infrastructures concernées. En juin 2020, une initiative franco-allemande est venue appuyer ce programme de la Commission européenne<sup>209</sup>. Dans le secteur financier, ce partage des données vise à favoriser l'innovation, la transparence du marché, le financement durable, le financement des entreprises et l'intégration du marché.
- Un cadre **favorable à l'utilisation des données**, facilitant l'exercice des droits protégeant celles des particuliers, le développement des **compétences**, et **l'utilisation par les PME** ;
- Un **cadre international** plus harmonisé, ouvert et proactif.

Parmi ces objectifs, la Commission envisage de multiples initiatives législatives (Tableau 15), notamment de proposer une loi sur les données en 2021.

**Tableau 15 : Calendrier de la stratégie européenne pour les données**

<p><b>Élaboration d'un cadre intersectoriel de gouvernance pour l'accès aux données et leur utilisation</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Proposer un <b>cadre législatif</b> pour la gouvernance des espaces européens communs des données (T4 2020)</li> <li>- Adopter un <b>acte d'exécution concernant les ensembles de données à haute valeur</b> (T1 2021)</li> <li>- Proposer, <b>le cas échéant</b>, une <b>loi sur les données</b> (2021)</li> <li>- <b>Analyser l'importance des données</b> et réexaminer le cadre d'action dans le contexte du <b>paquet relatif aux services numériques</b> (T4 2020)</li> </ul>
<p><b>Catalyseurs : investissements dans les données et renforcement des capacités et des infrastructures européennes pour l'hébergement, le traitement et l'utilisation des données, interopérabilité</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- (Co-)investir dans les <b>espaces européens des données</b>. Première phase prévue pour 2022.</li> <li>- Dans les <b>secteurs stratégiques</b>, encourager le <b>développement d'espaces européens communs des données</b></li> <li>- Signer des <b>protocoles d'accord</b> avec les États membres sur la "<b>fédération en nuage</b>" (interconnexion des <i>clouds</i>) (T3 2020).</li> <li>- <b>Lancer un marché européen des services en nuage</b>, intégrant l'ensemble de l'offre de services en nuage (T4 2022)</li> <li>- <b>Créer un recueil réglementaire</b> de l'UE pour l'<b>(auto)régulation de l'informatique en nuage</b> (T2 2022)</li> </ul>
<p><b>Compétences: donner à chacun les moyens d'agir, investir dans les compétences et dans les PME</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Étudier la <b>possibilité de renforcer le droit à la portabilité</b> des personnes physiques (cf. art. 20 du RGPD), en permettant de mieux contrôler qui accède aux données générées par des machines et les utilise (ex. dans le cadre de la loi sur les données).</li> </ul>

Source : AMF sur la base de Commission européenne (2020)

Le marché des données, naissant et en rapide développement, caractérise une transformation des entreprises, qu'il s'agisse de leur organisation interne ou de leur *business models*, et du jeu concurrentiel. L'élaboration du cadre d'évaluation des enjeux économiques associés et la spécification du rôle à cet égard de l'intervention publique reste en cours (Encadré 5). D'une part, dans le domaine financier, on distingue deux principaux types d'enjeux : des enjeux d'accès aux données des clients des institutions financières et l'exploitation de ces données. Ce point est développé ci-après. D'autre part, des enjeux plus spécifiques aux marchés. Ceux-ci sont notamment décrits par une consultation publique de la FCA britannique<sup>210</sup> afin de « *mieux comprendre la fourniture d'accès*

<sup>208</sup> Cf. Directive (EU) 2019/1024 du 20/06/19 concernant les données ouvertes et la réutilisation des informations du secteur public.

<sup>209</sup> Cf. communiqué de presse du 4 juin 2020 de MM. Le Maire, ministre français de l'Économie et des Finances, et Altmaier, ministre fédéral allemand de l'Économie et de l'Énergie, annonçant la concrétisation du projet GAIA-X, une initiative de partage de données regroupant 22 firmes allemandes et françaises qui constitue un premier pas vers une infrastructure de données européenne.

<sup>210</sup> Call for input on accessing and using wholesale data, FCA, March 2020.

aux, et l'utilisation des, données et outils analytiques avancés, la valeur ajoutée offerte aux participants de marché, et si les données sont vendues et valorisées de façon concurrentielle ». Trois principaux types de fournisseurs de données sont considérés à cet égard : les fournisseurs de données transactionnelles (plateformes d'exécution boursières) régulés au titre de la directive MIF ; des acteurs non régulés fournisseurs de données et d'information financière (*data vendors*) ; et les administrateurs d'indices de référence<sup>211</sup>.

Le premier type d'acteurs fait l'objet d'une actualité réglementaire riche de part et d'autre de l'Atlantique, des juridictions où les obligations de meilleure exécution des transactions boursières se situent au cœur de l'organisation des échanges mise en place en 2007 par la régulation du *National Market System* (Reg NMS) aux États-Unis et la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF) en Europe.

- Fourniture de données régulée : une spécification du rôle systèmes consolidés de publication des données de transactions ou *consolidated tapes*

Aux États-Unis, les obligations de meilleure exécution de Reg NMS reposent sur le *Securities Information Processor* (SIP), un système centralisé de collecte, consolidation et dissémination des données du NMS<sup>212</sup> sur les intérêts pré-négociation (prix et quantités aux meilleures limites du carnet d'ordres consolidé) et les transactions réalisées. Le SIP affiche en continu les meilleurs intérêts à l'achat et à la vente sur le marché consolidé des actions (*National Best Bid and Offer* ou NBBO). Ses données servent, par exemple, de référence aux mécanismes de gestion des risques de marché tels que les interruptions de *trading*, ou les restrictions des ventes à découvert, etc. Le fonctionnement du SIP a été critiqué par des intermédiaires de marché pour être obsolète (notamment pour ses délais de diffusion) et pour le défaut de concurrence qu'il induit sur le marché des données de marché. En l'espèce, certains intermédiaires de marché jugent excessif le coût des données du SIP<sup>213</sup>, et considèrent que ses insuffisances créent une dépendance à des offres alternatives de données des bourses (*direct data feeds*), par ailleurs elles aussi sur-tarifées<sup>214</sup>. Après consultation, la SEC a lancé un vaste plan de modernisation du NMS. En octobre 2019, elle a soumis à consultation publique des règles exigeant de soumettre les amendements tarifaires du SIP préalablement à leur mise en œuvre, notamment pour en éviter un caractère excessivement discriminatoire. En février 2020, elle a proposé de moderniser l'infrastructure du SIP afin, notamment, d'ajouter des indicateurs de profondeur de marché aux données du SIP, d'inclure les informations sur les fixing d'ouverture et de clôture, et d'ouvrir la fourniture de données à la concurrence en permettant aux intermédiaires d'y contribuer. Le 6 mai 2020, enfin, elle a formellement demandé aux opérateurs de marché concernés de proposer un plan de réforme de la gouvernance du système.

En Europe, la fragmentation du marché<sup>215</sup> organisée par la MIF n'a pas, encore qu'elle en ait prévu la possibilité, donné lieu à la création d'un système centralisé de consolidation de l'information utile à la meilleure exécution. Le marché repose donc largement sur la consolidation de l'information par les intermédiaires de marché et par des fournisseurs de données non régulés, dont **l'offre de consolidation reste incomplète**. L'ESMA souligne ici<sup>216</sup>:

<sup>211</sup> Cf. discussion par L. Grillet-Aubert (2020) ; Le marché des indices : opportunités et risques ; AMF Risques & Tendances ; juin.

<sup>212</sup> Le SIP est administré par la Consolidated Tape Association (CTA) qui regroupe les bourses du NMS (les plateformes du Cboe, IEX, Long-Term Stock Exchange, MEMX, Nasdaq, NYSE et la FINRA). Les instruments concernés par le Consolidated Quote System (CQS) et le Consolidated Tape System (CTS) sont les actions et options standardisées cotées.

<sup>213</sup> La tarification est [affichée](#) par la Consolidated Tape Association. Jones C. (2018) ; [Understanding the Market for U.S. Equity Market Data](#) détaille les revenus que les bourses tirent de la vente de données du SIP.

<sup>214</sup> Cf. par ex. The Trade; SEC looks to expand SIP with 'depth of book' data in major overhaul plans; 18/02/20.

<sup>215</sup> En Europe, on recense 67 marchés réglementés (dont 6 au Royaume-Uni (RU)), 111 systèmes multilatéraux de négociation (30 au RU), 73 systèmes organisés de négociation (48 au RU), et 17 dispositifs de publication agréés (Approved Publication Arrangements, APA), dont 5 au RU.

<sup>216</sup> MiFID II/MiFIR review report n°1 on the development in prices for pre- and post-trade data and on the consolidated tape for equity instruments; 5/12/19 (ESMA70-156-1606) étudiant l'offre de données d'un échantillon représentatif de dix marchés réglementés : BME, CBOE, Deutsche Börse, Euronext, ICE, LSE, Nasdaq Europe, Warsaw SE, Tradeweb, et Wiener Börse.

- D'une part que la publication de l'information de marché souffre de multiples limites, et constate :
  - ❑ Un défaut de standardisation des données et de signalement de la liquidité non-adressable<sup>217</sup> et des transactions ne contribuant pas à la formation des prix ;
  - ❑ Une absence de source de référence ('golden source') pour les classifications d'instruments servant à la mise en œuvre des exigences *reporting*, et la nécessité d'améliorer la qualité des systèmes informatiques de l'ESMA (FIRDS, FITRS)<sup>218</sup> ;
  - ❑ Un besoin d'examen des responsabilités déclaratives pour les opérations de gré-à-gré (OTC) et une absence d'information fiable, complète et commune sur le statut d'internalisateur systématique (IS) pour les actions ;
  - ❑ Le besoin d'assurer une mise en œuvre effective des exigences déclaratives.
  
- D'autre part que les **modalités de l'offre de données varient beaucoup et posent question** :
  - ❑ Les marchés ne remplissent pas toujours les obligations réglementaires de publication en ligne d'information sur leur politique en matière de données de marché et n'en facilitent pas la lecture (documents épars, complexes, longs, de structure hétérogène, ne précisant pas certains concepts importants, etc.), d'autant plus que les sources de frais<sup>219</sup> sont diverses ;
  - ❑ Les dispositifs de publication agréés (APA) ne respectent pas l'obligation d'offrir l'information gratuitement 15 minutes après publication (art. 13 de MiFIR, et 64 et 65 de MiFID II) ;
  - ❑ De façon générale, le prix des données de marché a augmenté entre 2015 et 2018, ce qui contrevient à l'objectif des autorités de réduction de ce coût ;
  - ❑ La tarification n'est pas assise sur les coûts de production et de distribution des données. Elle discrimine les clients, les hausses de coût touchant typiquement les données les plus demandées (utiles aux algorithmes). Elle ne permet donc pas à l'utilisateur d'établir si le prix des données des marchés, APA et IS, repose sur une base raisonnable<sup>220</sup>.

Dans ce contexte, l'ESMA appelle de ses vœux la mise en place d'une *consolidated tape* (CTP) européenne. La Commission européenne a de fait inscrit ce thème parmi ses sujets prioritaires, dans sa consultation publique du 27 février 2020 sur la révision de la directive MIF 2. Pour rappel, le texte de la MIF ne prévoit à ce jour de CTP que pour l'information post-négociation et concerne l'univers actions (actions, ETF et certificats, autres instruments assimilés) mais aussi non-actions (obligations, produits financiers structurés, instruments dérivés et quotas d'émission). La consultation de la Commission européenne vise d'abord à identifier ce qui a jusqu'alors freiné l'émergence d'une CTP (un obstacle majeur semble avoir été le coût de connexion aux nombreuses plateformes et l'absence de standardisation des données) et à préciser l'objet, le périmètre et les modalités de fonctionnement d'une éventuelle CTP. Concernant son objet, elle cherche à hiérarchiser les multiples fonctions qu'un tel système consolidé est susceptible de remplir : documentation de la politique de meilleure exécution, respect de l'obligation de meilleure exécution, analyse des coûts de transaction, contrôle de la gestion des ordres et de leur exécution, *reporting* réglementaire, surveillance de marché, gestion des risques de liquidité, etc. Concernant son périmètre, la consultation interroge sur la nature des instruments devant être couverts (actions et/ou non actions ?), le degré de couverture des instruments, le financement et la gouvernance, les moyens de garantir la qualité des données, et la nature des informations à diffuser.

<sup>217</sup> C'est-à-dire ne faisant pas l'objet de l'affichage public d'ordres dans des systèmes multilatéraux de négociation.

<sup>218</sup> Financial Instruments Reference Database System (FIRDS) est le référentiel de données publié par l'ESMA listant les méta-informations sur l'ensemble des instruments financiers inclus dans le champ de MiFID II. Financial Instruments Transparency System (FITRS) est la base de données administrée par l'ESMA concernant les calculs de transparence requis par MiFID II concernant les produits financiers.

<sup>219</sup> Les frais concernent par exemple l'accès, l'hébergement, la distribution, l'affichage, les données fournies avec délai, les données utiles aux algorithmes, la création et le stockage de données, les fonctionnalités dérivées.

<sup>220</sup> Etant entendu que : "Le coût de production et de diffusion des données de marché peut inclure une part adéquate des coûts communs supportés par les opérateurs de marché, les entreprises d'investissement exploitant une plateforme de négociation ou les internalisateurs systématiques pour la fourniture d'autres services" (article 7 du Règlement délégué de la Commission 2017/567 du 18 mai 2016).

Un prix élevé limite l'accès aux données de trading, en rationne la demande. Il est de nature à nuire à l'efficacité de la formation des prix d'actifs, réduire la liquidité et accroître la volatilité des marchés. Dans la mesure où il est transféré aux investisseurs finaux, il induit un coût social. Un point important concernera donc le degré de prescription des autorités concernant la tarification des données de marché par les marchés et les moyens de s'assurer que ces données sont fournies sur une base commerciale raisonnable.

#### □ Fourniture de données non régulée

La consultation de la FCA examine aussi les effets de la fourniture de données non-régulée sur la concurrence entre marchés régulés au titre de la directive MIF, afin d'évaluer le besoin d'en ajuster les conditions concurrentielles. L'activité consiste à fournir des services d'information agréant les données transactionnelles de différents marchés, de la recherche, des analyses financières, des statistiques et des informations. Ce contenu provient de tiers (rediffusion) ou est produit ou développé en propre. Les flux, diffusés sur des écrans propriétaires, incluent différentes fonctions de traitement des données et de valorisation. La concentration de ce secteur induit de multiples risques dont celui de barrières à l'entrée sur le marché des données. Une tarification assise sur un pouvoir de marché réduit la qualité des données et freine l'innovation. Une dépendance à certains systèmes pourrait aussi créer des risques opérationnels. Il s'agit pour la FCA, dans ce contexte, d'évaluer notamment :

- Les pratiques de groupement d'offres ;
- L'intégration verticale de la chaîne de valeur de la production de données (ex. plateformes de négociation et fourniture de codes d'identification des instruments), agrégation de données, fourniture d'indices, de solutions technologiques ;
- Les effets de la concentration en termes de pouvoir de marché en amont de la chaîne de valeur (vis-à-vis des producteurs de données) et en aval (vis-à-vis des utilisateurs des données).

La fourniture d'indices financiers est également un vecteur de collecte, transformation et dissémination de données. Son importance croissante est attestée notamment par la croissance de la gestion passive, du recours aux dérivés d'indices, le développement d'indices reposant sur des données de marchés d'actifs peu transparents et/ou peu liquides (non coté, obligataire, matières premières, etc.) et des données extra-financières<sup>221</sup>. Les nouveaux types de données utilisées par l'innovation constituent pour les administrateurs un enjeu significatif de rentabilité. Il importe donc d'examiner le fonctionnement concurrentiel de cette industrie qui présente des caractéristiques oligopolistiques. En particulier, la tarification sur ce marché, peu transparente, paraît discriminante, et l'on y observe un recours fréquent au groupement de l'offre d'indices et de données liées.

#### □ Intelligence artificielle et possibilité d'exploitation de nouveaux types de données

Un nouveau champ de collecte de données, dites "alternatives", est ouvert par les nouvelles technologies (C-A. Lehalle (2019)). Revêtant souvent des enjeux de confidentialité, ces données proviennent notamment des clients d'entreprises financières ou non, en particulier sur leurs comptes et leurs activités transactionnelles, des systèmes de localisation et des media sociaux. Dans ce contexte, on constate un rôle croissant des sources de données non-structurées (documents texte, images, vidéos, etc.) et de l'information extra-financière.

La valeur de ces nouveaux types de données est consubstantielle à la capacité technique de les exploiter ; or de multiples techniques d'intelligence artificielle, comprenant notamment des outils d'apprentissage statistique (*machine learning*) et de traitement automatique des langages, associées à des capacités croissantes de stockage et de traitement informatique, accroissent la capacité de les utiliser. Ce domaine reste à développer, mais en matière de finance de marché, quatre types d'usages principaux ressortent : i) la personnalisation de l'offre au client – à savoir du contenu de l'offre (qui tend, donc, à se fragmenter) et par un marketing ciblé du profil spécifique du client (e.g. *roboadvice*) ; ii) l'aide à la décision, ce qui inclut ici aussi les algorithmes de trading ; iii) la valorisation

---

<sup>221</sup> Cf. L. Grillet Aubert (2020).

et l'allocation d'actifs, et iv) la gestion des risques, dans un contexte de "plateformisation" de l'industrie financière (Encadré 5).

L'accès aux données des clients d'institutions financières, notamment des banques, et l'exploitation de ces données, ressortent comme structurants dans un contexte d'ouverture de la prestation de services financiers. Les grandes banques créent en effet des interfaces permettant à des développeurs externes d'accéder à leurs plateformes. Les agrégateurs de données et *fintech* constituent ici un écosystème comparable à celui des développeurs d'applications de téléphonie mobile, les relations contractuelles (ex. de délégation) étant plus ou moins étroites avec les banques concernées. Organisant cette ouverture des accès, les autorités en précisent les responsabilités juridiques, notamment en matière d'intégrité des informations privées et transactionnelles, de risque opérationnel et d'usage abusif ou frauduleux. Elles précisent ce faisant aussi le cadre de la concurrence entre banques et prestataires de services, dans un contexte d'émergence de l'industrie des services technologiques (GAFAM). Selon la *Federal Reserve américaine* (L. Brainard (2017)), la Directive des Services de Paiement (DSP2), entrée en vigueur en 2018 en Europe, a été pionnière à l'échelle internationale en organisant l'ouverture de l'accès aux données bancaires. La stratégie européenne sur les données s'inscrit aujourd'hui dans son prolongement.

#### Encadré 5 : Au cœur de l'analyse des enjeux réglementaires, l'économie des données reste en développement

L'analyse économique du marché des données de marché informe utilement le débat réglementaire, car :

- Les données sont des biens particuliers, caractérisés par i) la non-rivalité (leur consommation par un agent n'affecte pas la quantité disponible pour les autres), mais aussi des degrés variables, selon le cas, ii) d'excluabilité (capacité à en restreindre l'accès) et iii) de confidentialité (propre à les constituer en biens privés). Ces propriétés liées à leur statut juridique importent pour déterminer si et quand l'on doit les considérer comme des biens privés ou publics. Il importerait à cet égard en particulier de préciser si le droit d'usage des données est un droit de propriété ou un droit d'accès<sup>1</sup>.
- Différentes externalités sont à prendre en compte. En particulier :
  - Le risque d'atteinte à la vie privée, une externalité négative de l'utilisation des données ;
  - Le fait que l'information d'un intervenant sur une plateforme révèle de l'information pertinente sur d'autres, qui biaise la valorisation des données et en induit une surproduction<sup>2</sup> ;
  - La non-rivalité des données et la possibilité, notamment, de combiner les données pour un usage statistique, militent pour l'ouverture de l'accès aux sources, en particulier publiques<sup>3</sup> ;
  - La bourse est perçue comme une jauge du fonctionnement de l'économie<sup>4</sup>, son évolution et sa transparence sont des facteurs importants de la confiance des investisseurs. La croissance des marchés de financement privés (par les titres non cotés, chapitre 3) souligne l'importance des questions sur la publicité de l'information de marché.
- Le fonctionnement oligopolistique et l'opacité du marché interrogent sur la tarification (la fixation du prix des données repose souvent sur des bases fragiles) et l'optimalité du jeu concurrentiel. Ils interrogent d'abord sur le coût de production mais aussi sur la valeur d'usage des données (qui dépend aussi de leur qualité, standardisation, des conditions temporelles/géographiques d'accès, etc.). Ensuite, ils interrogent sur le rationnement de l'offre de données par une industrie très concentrée, internationale, souvent verticalement intégrée, groupant souvent l'offre de données à d'autres services (financiers). Ces conditions sont source de multiples risques, par exemple opérationnels ou pour l'intégrité des marchés, et peuvent créer des conflits d'intérêts.
- Les externalités à l'œuvre et le besoin d'une prise en compte de la valeur sociale des données<sup>5</sup> légitiment l'intervention publique, soulignant l'importance qu'auront les études d'impact du programme législatif de la Commission européenne en matière de marché des données.

Le déploiement des politiques de données devra donc viser des objectifs multiples et parfois contradictoires<sup>6</sup>. Typiquement, il lui faudra équilibrer celui d'encouragement du partage et d'ouverture de l'accès aux données, et celui de protection de la confidentialité. Il lui faudra pour cela préciser les sources de bien-être collectif tirées de l'usage des données, notamment de leur utilité comme bien public, et de la valeur sociale de l'innovation qui en résulte, qu'elle soit observée ou attendue. Sur ces bases, il devra identifier les domaines où la concurrence est utile et en examiner alors les modalités optimales d'exercice.

Sur ces bases, l'analyse économique permet de structurer la réflexion et de formaliser certains enjeux. D'une part, la prise en compte des externalités souligne le besoin de partir d'une approche globale et appelle à la prise en compte d'un périmètre d'analyse large –ce dont le champ de la consultation de la Commission européenne atteste.

Cependant, l'analyse des équilibres du marché des données de marché reste largement à développer (elle constitue d'ailleurs elle-même un objectif stratégique des politiques publiques), face à la multiplicité et à la complexité des facteurs en jeu, et à l'évolution rapide de son objet d'étude. Il importe donc de veiller aussi à utiliser les outils d'analyse disponibles à bon escient, en sorte d'éviter les conclusions convenues, hypothétiques ou abstraites. En l'occurrence, il s'agira d'en contextualiser les conclusions sur le fonctionnement du marché par des considérations spécifiques au type de données, aux industries et marchés, à la nature des enjeux économiques (types d'externalités, de risques) sous revue. D. Coyle (2020) souligne, par exemple, que : "*the same data can have very different value to different users. The economic value – both commercial and in terms of wider economic welfare – of any specific data set is context specific*".

<sup>1</sup> *The Economist; The information economy; Rethinking how we value data; 27/02/20.*

<sup>2</sup> *D. Acemoglu, A. Makhdoumi, A. Malekian, A. Ozdaglar (2019); Too much data: prices and inefficiencies in data markets; NBER Working Paper 26296.*

<sup>3</sup> *D. Coyle (2020); It is now or never for national data strategies; Project syndicate; 26/02/20.*

<sup>4</sup> *On peut s'interroger ici sur la représentativité des indices de blue chips (biais sectoriels, etc.). Le marché semble toutefois tendre à privilégier l'information non spécifique aux titres traités (cf. L. Grillet-Aubert (2020)).*

<sup>5</sup> *Cf. e.g. C. Jones, C. Tonetti (2019); Non-rivalry and the economics of data; NBER Working Paper 26260.*

<sup>6</sup> *Cf. Y. Carriere-Swallow, V. Haksar (2019); The economics and implications of data: an integrated perspective; IMF Discussion Paper 19-16.*



## LISTE DES ACRONYMES

ABS	<i>Asset-backed security</i>	FED	Réserve Fédérale des États-Unis
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	FEILT	Fonds européens d'investissement de long terme (ELTIF)
ADL	<i>Anti-dilution levies</i>	FFA	Fédération française de l'assurance
ADAN	Association pour le développement des actifs numériques	FIA	Fonds d'investissement alternatif
AEMF	<i>Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)</i>	FIP	Fonds d'Investissement de Proximité
AFEP	Association française des entreprises privées	FIRDS	<i>Financial Instruments Reference Data System</i>
AFG	Association française de la Gestion Financière	FITRS	<i>Financial Instruments Transparency System</i>
AFME	<i>Association for Financial Markets in Europe</i>	FMI	Fonds monétaire international
AFTE	Association Française des Trésoriers d'Entreprises	FPS	Fonds Professionnels Spécialisés
AIFMD	<i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i>	FPVG	Fonds Professionnels à Vocation Générale
APA	<i>Approved Publication Arrangements</i> (Dispositif de publication agréé)	FPS	Fonds professionnels spécialisés
APP	<i>Asset Purchase Programme (programme d'achat d'actifs)</i>	FSB	<i>Financial Stability Board (CSF)</i>
BCE	Banque centrale européenne (ECB)	GAFAM	Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft
BME	<i>Bolsas y Mercados Españoles</i>	GC	<i>General Collateral</i>
BRI	Banque des règlements internationaux (BIS)	GDPR	<i>General Data Protection Regulation</i>
CBOE	<i>Chicago Board Options Exchange</i>	HCSF	Haut Conseil de Stabilité Financière
CDO	<i>Collateralized debt obligation</i>	HFT	<i>High Frequency Trading (trading haute fréquence)</i>
CDS	<i>Credit default swap</i> (Dérivés sur risque de crédit)	HQLA	<i>High quality liquid assets (actifs liquides de haute qualité)</i>
CECL	<i>Current Expected Credit Loss</i>	HY	<i>High Yield</i>
CERS	Conseil Européen du Risque Systémique (ESRB)	IA	Intelligence artificielle
CESR	Comité des régulateurs européens de valeurs mobilières	ICAAP	<i>Internal Capital Adequacy Assessment Process</i>
CFA	<i>Chartered Financial Analyst</i>	ICE	<i>Intercontinental Exchange</i>
CGEDD	Conseil général de l'Environnement et du développement durable	ICI	<i>Investment Company Institute</i>
CLO	<i>Collateralized Loan Obligations</i>	ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
CMBS	<i>Commercial Mortgage-Backed Securities</i>	ICO	<i>Initial Coin offering</i>
CNAV	<i>Constant Net Asset Value</i> (fonds à valeur liquidative constante)	ICT	<i>Information and Communication Technologies</i>
CPFF	<i>Commercial Paper Funding Facility</i>	IDE	Investissements directs étrangers
CQS	<i>Consolidated Quote System</i>	IEIF	Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i>	IFRS	<i>International financial reporting standards</i>
CSRD	<i>Central Securities Depositories Regulation</i>	INSEE	Institut national de la statistique et des études
CTA	<i>Consolidated Tape Association</i>	IG	<i>Investment grade</i>
CTO	Compte-titres ordinaire	IPO	<i>Initial Public Offering</i> (introduction en bourse)
CTP	<i>Consolidated tape provider</i>	IRPP	Impôt sur le revenu des personnes physiques
CTS	<i>Consolidated Tape System</i>	IS	Internalisateur systématique
DeFi	Finance décentralisée	ISBLSM	Institution sans but lucratif au service des ménages
DBAG	<i>Deutsche Beteiligungs AG</i>	ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
DPS	Droit préférentiels de souscription	LBO	<i>Leveraged BuyOut</i>
DSP2	Directive des Services de Paiement	LCH	<i>London Clearing House</i>
EBA	<i>European Banking Authority (ABE)</i>	LCR	<i>Liquidity Coverage ratio</i> (Liquidité à court terme)
ECB	<i>European Central Bank (BCE)</i>	LMT	<i>Liquidity management tools</i>
EEE	Espace Économique Européen	LSE	<i>London Stock Exchange</i>
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management</i> (Association européenne de la gestion d'actifs)	LVNAV	<i>Low Volatility Net Asset Value</i> (fonds à valeur liquidative volatile)
EFRAG	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>	MES	Mécanisme européen de stabilité
EMTN	<i>Euro Medium Term Note</i>	MIF	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
ESG	<i>Environnementaux, sociaux et de gouvernance</i>	MIFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>	MMF	<i>Money Market Funds</i>
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (Produit indiciel coté)	NAV	<i>Net asset value</i>
ETN	<i>Exchange Traded Note</i>	NEU CP	<i>Negotiable EUropean Commercial Paper</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>	NBBO	<i>National Best Bid and Offer</i>
FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation	NMS	<i>National Market System</i>
FCPR	Fonds Communs de Placement à Risque	NYSE	New York Stock Exchange
FDJ	Française des Jeux	OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
		OFCE	Observatoire français des conjonctures économiques
		OFS	Organismes de financement spécialisés
		OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)

OPC	Organisme de placement collectif	SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
OPCI	Organisme de placement collectif immobilier	SGP	Sociétés de gestion de portefeuille
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières	SICAV	Société d'investissement à capital variable
OPEP	Organisation de pays producteurs de pétrole	SIP	<i>Securities Information Processor</i>
OTC	<i>Over the counter</i> (de gré à gré)	SMCCF	<i>Secondary Market Corporate Credit Facility</i>
PACTE	Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation de l'Entreprise	SNF	Sociétés Non Financières
PATER	Patrimoine Temps et du Risque	SPV	<i>Special Purpose Vehicles</i>
PEA	Plan épargne en actions	SSM	<i>Single Supervisory Mechanism</i>
PELTRO	<i>Pandemic emergency longer-term refinancing operations</i>	STRESI	<i>Stress simulation for investment funds</i>
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>	STS	Label de titrisation simple, transparente et standardisée
PGE	Prêt garanti par l'Etat	TCFD	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>
PIB	Produit intérieur brut	TLTRO III	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i>
PME	Petites et moyennes entreprises	TPE	Très petites entreprises
PPPLF	<i>Paycheck Protection Program Liquidity Facility</i>	UC	Unités de Compte
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>	UE	Union européenne (EU)
RDB	Revenu disponible brut	UMC	<i>Capital Markets Union (Union des Marchés de Capitaux)</i>
RGPD	Règlement Général de la Protection des Données	VNAV	<i>Variable net asset value</i> (fonds à valeur liquidative variable)
RMBS	<i>Residential Mortgage Backed Security</i>	WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
SCPI	Société civile de placement immobilier		
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>		

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 :	Nouveaux cas quotidiens liés à la COVID-19 au niveau mondial .....	9
Graphique 2 :	Indices de confiance de la zone euro.....	10
Graphique 3 :	Prévision de croissance des bénéfices pour les douze prochains mois .....	10
Graphique 4 :	Indicateurs boursiers .....	10
Graphique 5 :	Encours des swaps de la Réserve fédérale (en milliards de dollars) et évolution du dollar.....	11
Graphique 6 :	Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales.....	12
Graphique 7 :	Réponses budgétaires et fiscales à la crise COVID-19*.....	14
Graphique 8 :	Évolutions boursières par secteur au niveau mondial.....	15
Graphique 9 :	Taux de distribution des dividendes .....	16
Graphique 10 :	Émissions obligataires des sociétés : Capitaux levés selon la nationalité de l'émetteur .....	16
Graphique 11 :	Émissions obligataires sur le segment <i>high yield</i> .....	17
Graphique 12 :	Introductions en Bourse : montant des capitaux levés.....	17
Graphique 13 :	Émissions hors IPO.....	18
Graphique 14 :	Émissions d'obligations convertibles .....	18
Graphique 15 :	Dettes brute et dette nette consolidées des SNF.....	19
Graphique 16 :	Performances comparées des indices obligataires ICE Bofa Global Fallen Angel et High Yield Original depuis début 2020 .....	21
Graphique 17 :	Évolution du nombre de sociétés cotées.....	22
Graphique 18 :	Encours et flux de titrisations européennes et françaises .....	23
Graphique 19 :	Émissions de titrisations européennes par catégorie .....	23
Graphique 20 :	Performance d'indices de CLO américains.....	24
Graphique 21 :	Émissions de CLO .....	24
Graphique 22 :	Évolution des ratios de fonds propres de base en Europe .....	26
Graphique 23 :	Return on equity (ROE).....	26
Graphique 24 :	Ratio cours/actif net (Price to book) dans le secteur bancaire par pays.....	26
Graphique 25 :	Coût du risque (provisions pour créances douteuses).....	27
Graphique 26 :	CDS bancaires et cours de bourse en Europe .....	27
Graphique 27 :	Probabilité de défaut simultané d'au moins deux grandes banques.....	27
Graphique 28 :	Déficit public.....	28
Graphique 29 :	Dettes publiques.....	28
Graphique 30 :	Italie : probabilité de défaut et de sortie de la zone euro .....	29
Graphique 31 :	Poids du secteur du tourisme dans les économies émergentes .....	30
Graphique 32 :	Cours de matières premières.....	30
Graphique 33 :	Balances courantes dans les pays émergents.....	30
Graphique 34 :	Dettes en dollars dans les pays émergents .....	30
Graphique 35 :	Évolution de la dette dans les pays émergents .....	31
Graphique 36 :	Évolution comparée des indices boursiers lors de la crise COVID-19* et de la faillite de Lehman Brothers ...	31
Graphique 37 :	Évolution du ratio Cours sur Bénéfices .....	32
Graphique 38 :	Financement des sociétés non financières par actions cotées et non-cotées .....	33
Graphique 39 :	Capitalisations boursières.....	37
Graphique 40 :	Volumes de transactions sur actions .....	37
Graphique 41 :	Évolutions des volumes échangés sur plateformes <i>Lit</i> .....	38
Graphique 42 :	Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite .....	38
Graphique 43 :	Évolutions des principaux indices boursiers européens .....	39
Graphique 44 :	Évolution des positions courtes nettes déclarées sur valeurs françaises .....	39
Graphique 45 :	Évolution des parts de marché par lieu d'exécution.....	40
Graphique 46 :	Simulations de performance d'un autocall.....	42
Graphique 47 :	Exemple de flux de paiements probabilisés à l'émission, par date d'expiration du produit .....	42
Graphique 48 :	Futures sur EURO STOXX 50 et dividendes EURO STOXX 50.....	44
Graphique 49 :	Volumes échangés sur les marchés obligataires français .....	44
Graphique 50 :	Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée .....	45
Graphique 51 :	Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités .....	46
Graphique 52 :	Évolution du marché des NEU CP français.....	46
Graphique 53 :	Évolution des montants achetés par programme.....	48
Graphique 54 :	Évolution du marché européen du repo.....	49
Graphique 55 :	Volumes quotidiens sur Euronext Paris .....	50
Graphique 56 :	Nombre de déclenchement de coupe-circuits sur les titres du CAC 40.....	51

Graphique 57 :	Évolution des Marges initiales et des Marges de variation .....	51
Graphique 58 :	Évolution de l'activité sur Euroclear France durant la crise.....	52
Graphique 59 :	Dérivés de gré à gré - montant notionnel global .....	54
Graphique 60 :	Montants en valeur de marché brute .....	54
Graphique 61 :	Expositions brutes de crédit .....	54
Graphique 62 :	Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie .....	55
Graphique 63 :	Encours mondial (notionnel) des <i>credit default swaps</i> par type de contrepartie.....	55
Graphique 64 :	Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale.....	58
Graphique 65 :	Répartition des encours au T4-2019 (à gauche) et évolutions .....	58
Graphique 66 :	Évolution des flux nets de souscription rachats par pays ou zone de domiciliation .....	59
Graphique 67 :	Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe, et répartition par juridiction .....	60
Graphique 68 :	Marché français de la gestion décomposée entre gestion collective et gestion sous mandat .....	60
Graphique 69 :	Évolution de l'encours des fonds actions français, et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	61
Graphique 70 :	Évolution quotidienne de l'encours des fonds actions français depuis le 18 février 2020, et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	62
Graphique 71 :	Évolution du nombre de fonds actions français (sur une population de 2036 fonds) par tranche de rachats (gauche) et d'effet valorisation (droite) cumulés depuis le 18 février 2020 .....	62
Graphique 72 :	Évolution de l'encours des fonds obligataires français et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	63
Graphique 73 :	Évolution quotidienne de l'encours des fonds obligataires français depuis le 18 février 2020 et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	64
Graphique 74 :	Évolution du nombre de fonds obligataires français (sur une population de 1254 fonds) par tranche de rachats (gauche) et d'effet valorisation (droite) cumulés depuis le 18 février 2020 .....	64
Graphique 75 :	Évolution des rachats cumulés sur les fonds HY (gauche) et sur les fonds IG (droite).....	65
Graphique 76 :	Évolution de l'encours des fonds diversifiés français et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	66
Graphique 77 :	Évolution quotidienne de l'encours des fonds diversifiés français depuis le 18 février 2020 et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	66
Graphique 78 :	Évolution du nombre de fonds diversifiés français (sur une population de 3347 fonds) .....	67
Graphique 79 :	Évolution de l'encours des fonds monétaires français, et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	67
Graphique 80 :	Flux mensuels de souscriptions/rachats sur les fonds monétaires français .....	68
Graphique 81 :	Mise en relation des variations (sur le dernier mois de chaque trimestre) de l'actif net (en ordonnées) et de l'EURO STOXX 50 (en abscisses) sur la période Q1-2012 – Q1-2020 .....	69
Graphique 82 :	Évolution quotidienne de l'encours agrégé des fonds monétaires français depuis le 18 février 2020, et décomposition des effets de flux et de valorisation .....	70
Graphique 83 :	Nombre de fonds monétaires français (sur une population de 217 MMF) dont les rachats nets cumulés depuis le 18 février excèdent une certaine proportion de l'actif net initial .....	71
Graphique 84 :	Évolution des encours de MMF français en milliards d'euros, décomposition par type (Court-terme vs standard, à gauche) et par nature .....	72
Graphique 85 :	Structure du marché européen des MMF .....	74
Graphique 86 :	Flux cumulés de souscription rachat sur les MMF européens depuis le 3 février 2020 .....	74
Graphique 87 :	Mention d'un mécanisme de <i>gates</i> dans le prospectus .....	75
Graphique 88 :	ETF aux États-Unis .....	77
Graphique 89 :	Europe : Encours d'ETF/ETP .....	77
Graphique 90 :	Europe : Nombre de transactions sur ETF des particuliers .....	77
Graphique 91 :	Flux net de collecte des ETF européens .....	78
Graphique 92 :	ETF européens : part des volumes négociés selon mode de négociation.....	79
Graphique 93 :	Encours sous gestion de la finance privée dans le monde en 2019 .....	82
Graphique 94 :	Levées de fonds et désinvestissement des fonds de <i>private equity</i> européens .....	82
Graphique 95 :	Multiples de valorisation du LBO en Europe.....	84
Graphique 96 :	<i>Spread</i> de crédit entre prêts notés BB et B.....	84
Graphique 97 :	Fonds levés par le capital risque européen par type d'investisseurs.....	84
Graphique 98 :	Investissements des fonds de <i>private equity</i> européens en 2019 .....	85
Graphique 99 :	Répartition des montants des LBO Européens par secteur d'activité en 2018 et 2019.....	85
Graphique 100 :	Fonds non investis engagés par les investisseurs dans le monde ( <i>dry powder</i> ) .....	85
Graphique 101 :	Répartition des LBO US par niveau de levier des cibles .....	85
Graphique 102 :	Levier des fonds de <i>private equity</i> .....	88

Graphique 103 : Évolution des coûts par type de fonction en Europe de l'ouest .....	90
Graphique 104 : L'effet "winner-takes-all" plus marqué aux États-Unis qu'en Europe Flux de collecte par acteur .....	91
Graphique 105 : Évolution de la marge d'exploitation des sociétés de gestion de portefeuille et du CAC 40 .....	92
Graphique 106 : Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages .....	96
Graphique 107 : Principaux flux de placements financiers nets des ménages* .....	97
Graphique 108 : Collecte nette en assurance-vie.....	98
Graphique 109 : Cours du Bitcoin.....	101
Graphique 110 : Évolution du CAC 40 et du Bitcoin en euros .....	101
Graphique 111 : Vols, piratages et escroqueries liés aux crypto-actifs .....	101
Graphique 112 : Montants mis sous séquestre et impliqués dans les différentes applications de la finance décentralisée ..	103
Graphique 113 : Évolution des fonds immobiliers français .....	106
Graphique 114 : Évolution du nombre de demandeurs d'emploi inscrits à Pôle Emploi en France métropolitaine .....	108
Graphique 115 : Évolution du pouvoir d'achat du RDB en France .....	108
Graphique 116 : Indicateur synthétique de confiance des ménages français* .....	109
Graphique 117 : Taux d'intérêt annuel des crédits nouveaux à l'habitat des particuliers .....	109
Graphique 118 : Décomposition du patrimoine des ménages* .....	112
Graphique 119 : Structure de l'actif brut des ménages* à fin 2018 .....	112
Graphique 120 : Principaux encours financiers nets des ménages* .....	112
Graphique 121 : Décomposition des flux de placements au sein du poste « numéraire et dépôts » .....	113
Graphique 122 : Flux de placements des postes « numéraire et dépôts » et crédits.....	113

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : La dépendance réglementaire des acteurs financiers aux notations externes : un état des lieux en Europe .....	13
Encadré 2 : STS : un label pour relancer la titrisation .....	24
Encadré 3 : Une intervention massive de la Banque Centrale Européenne sur les marchés de dette afin de soutenir la liquidité .....	47
Encadré 4 : Les exercices de stress-tests et la crise de 2020 .....	76
Encadré 5 : Au cœur de l'analyse des enjeux réglementaires, l'économie des données reste en développement .....	119

« Risques et tendances » est une publication réalisée par la Division Études, stabilité financière et risques de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers.

Directeur de la publication  
Stéphane Gallon

Équipe de rédaction  
Kheira Benhami  
Pierre-Emmanuel Darpeix  
Anne Demartini  
Laurent Grillet-Aubert  
Natacha Mosson

Secrétariat  
Séverine Coualier/Muriel Visage