

Juillet 2014

Division Études, stratégie et
risques



Risques et tendances N° 15

CARTOGRAPHIE 2014 DES RISQUES ET TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

Achevé de rédiger le 1^{er} juillet 2014

Cette étude a été coordonnée par la Division Etudes, stratégie 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.

ÉDITORIAL



A l'occasion de la publication de son Plan stratégique 2013-2016, l'AMF a présenté les actions engagées depuis la crise financière en faveur de marchés financiers plus sûrs et transparents. L'agenda réglementaire, cependant, demeure encore particulièrement riche, afin de continuer à mettre en place les réformes décidées par le G20. En effet, les grandes orientations tracées par les chefs d'Etat exigent d'être déclinées de façon technique et précise, afin d'être opérationnelles et efficaces.

Par ailleurs, la vigilance des autorités demeure pour prendre en compte les tendances et les risques observés récemment sur les marchés. A l'été 2014, ainsi, les défis que nous identifions en matière de protection et d'information des investisseurs, mais aussi concernant le bon fonctionnement des marchés et la stabilité financière, ont pu changer de nature ou d'intensité par rapport à l'an dernier. Certes, les taux d'intérêt, notamment en zone euro, ont été abaissés début juin par la Banque centrale européenne, mais les orientations de politique monétaire sont devenues moins accommodantes aux Etats-Unis. Ce contexte d'abondante liquidité mondiale continue à favoriser la recherche de rendement et pose plusieurs questions : les risques pris par les investisseurs sont-ils correctement appréciés ? Que les taux d'intérêt à long terme demeurent durablement bas ou qu'ils soient progressivement ou un jour brutalement revus à la hausse par les marchés, comment les investisseurs, eu égard à la diversité de leur stratégie, y sont-ils préparés ?

La période qui s'ouvre, en Europe tout particulièrement, est également décisive pour mettre en application la réforme des marchés telle que prévue par la révision de la directive MIF, mais aussi pour refondre les conditions d'organisation du post-marché selon les termes du règlement EMIR, notamment pour continuer à progresser concrètement dans la mise en place de chambres de compensation pour les produits dérivés jugés standardisés. Ces réformes, sans conteste, permettront de renforcer la transparence et la maîtrise des risques portés par certains instruments financiers. Bien évidemment, ces deux réformes, quoique décisives à mes yeux, sont une étape parmi d'autres : la mise en place d'une l'Union bancaire en faveur de banques plus solides, la poursuite des travaux internationaux pour améliorer l'encadrement de la « finance de l'ombre » (*shadow banking*), les efforts continus de l'AMF pour assurer une contribution plus significative des marchés au financement de l'économie, mais aussi notre attention pour que les investisseurs particuliers aient une lecture pertinente des risques auxquels ils peuvent être exposés, continuent de mobiliser notre énergie.

Les risques systémiques, par rapport aux dernières années, ont donc plutôt décliné, mais les menaces pour le fonctionnement des marchés et la protection de l'épargne sont devenues plus diffuses. Aux côtés de nos partenaires européens et internationaux, nous continuons donc d'œuvrer en faveur d'un cadre réglementaire plus sûr et plus cohérent à l'échelle mondiale, permettant une concurrence saine et équilibrée entre les acteurs. C'est sans doute le meilleur apport que nous pouvons apporter en vue d'ancrer sur des bases solides le retour à une activité économique plus soutenue.

Gérard Rameix,
Président de l'Autorité des marchés financiers

Sommaire

SYNTHÈSE DES RISQUES IDENTIFIÉS ET ACTIONS MENÉES PAR L'AMF	5
CHAPITRE 1 : TENDANCES DES MARCHÉS ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	15
1.1. La perception du risque de crédit s'est améliorée en Europe	15
1.2. Le marché de la titrisation peine à redémarrer, surtout en Europe	23
1.3. Les interventions des banques centrales et le contexte économique ont eu un impact déterminant sur les marchés d'actions	26
1.4. Matières premières : des évolutions fortement contrastées assorties de changements structurels	33
1.5. La finance parallèle : tendances et orientations réglementaires récentes	44
1.6. Émergence des monnaies virtuelles : risques ou opportunités ?	59
1.7. Risques pesant sur la qualité de l'information diffusée publiquement	69
1.8. Synthèse du Chapitre 1	75
CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION	76
2.1. Stagnation de l'activité sur les marchés secondaires d'actions malgré le rebond des valorisations	76
2.2. Fragmentation et opacité des marchés actions	80
2.3. Infrastructures de marché et de post-marché actions et dérivés	90
2.4. Marchés de dérivés	92
2.5. Fonctionnement du marché obligataire et évolution réglementaire du segment des CDS	101
2.6. Demande, offre et circulation du collatéral	103
2.7. Les intermédiaires de marché : poursuite de l'adaptation de leurs activités dans un environnement encore fragile et des exigences réglementaires renforcées	108
2.8. Synthèse du Chapitre 2	125
CHAPITRE 3 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES	127
3.1. L'attrait des ménages pour l'assurance vie et les dépôts bancaires persiste malgré la diminution des flux nets des placements financiers	133
3.2. Un portefeuille des ménages majoritairement composé de contrats d'assurance vie et de dépôts bancaires	141
3.3. Rentabilité sur longue période des actifs détenus par les ménages : les actions, placement le plus rentable à long terme	147
3.4. Comparaison internationale des comportements d'épargne	149
3.5. Une exposition des ménages au risque en capital faible mais légèrement croissante	152
3.6. Développement de l'offre de produits structurés commercialisés auprès du grand public	157
3.7. Les CIF : lancement de chantiers en vue d'améliorer leur supervision	166
3.8. Les publicités pour les produits et services d'investissement	167
3.9. Synthèse du Chapitre 3	170
CHAPITRE 4 : LA GESTION COLLECTIVE	172
4.1. Le rebond mondial de 2012 confirmé en 2013	172
4.2. Les modifications réglementaires internationales : AIFM et OPCVM	174
4.3. Les fonds monétaires : une conjoncture difficile	175
4.4. PEA-PME	177
4.5. Développement de la titrisation et de la gestion des créances	177
4.6. Gestion spécialisée : immobilier et capital investissement	177
4.7. Synthèse du chapitre	180
BIBLIOGRAPHIE	181
LISTE DES ACRONYMES	184
LISTE DES GRAPHIQUES	186
LISTE DES TABLEAUX	188
LISTE DES ENCADRES	188

SYNTHÈSE DES RISQUES IDENTIFIÉS ET ACTIONS MENÉES PAR L'AMF

Finalité de l'exercice

L'AMF publie chaque année une cartographie des risques identifiés comme saillants en matière d'évolution des marchés et de financement de l'économie (Chapitre 1), mais aussi en ce qui concerne l'organisation des marchés et l'intermédiation (Chapitre 2), ainsi que l'épargne des ménages (Chapitre 3) et la gestion collective (Chapitre 4). L'objectif de cette publication est d'attirer l'attention, sur un plan domestique, européen et international, sur les tendances récemment intervenues dans ces domaines, notamment lorsque ces développements sont susceptibles de présenter des risques pertinents compte tenu du mandat légal confié à l'AMF.

Cette dernière est en effet chargée, par la loi, de protéger tant l'épargne que les investisseurs, mais aussi de surveiller le bon fonctionnement des marchés financiers et de contribuer à la préservation de la stabilité financière. A l'analyse des développements intervenus depuis un an dans ces quatre secteurs est joint un rappel des principales actions auxquelles l'AMF participe pour renforcer la solidité du cadre réglementaire et son adéquation à la réalité des risques. Ceci permet de veiller à ce que la régulation des marchés financiers demeure appropriée dans son périmètre ; proportionnée dans ses réponses à l'évolution des menaces perçues comme significatives ; cohérente et le plus coordonnée possible avec les dispositions par ailleurs prises dans ces mêmes domaines par les homologues de l'AMF ou par d'autres autorités compétentes.

La présente synthèse expose donc les enjeux identifiés mi-2014 comme majeurs, puis analyse leur évolution par rapport à l'année précédente et présente les actions récemment engagées par l'AMF en la matière.

Bilan à mi-2014 des risques et des tendances observés depuis un an

Un environnement économique toujours fragile

Le contexte économique général dans lequel s'inscrivent les marchés financiers reste marqué, fin juin 2014, par un certain nombre d'incertitudes. En France comme en Europe, le mouvement de reprise économique demeure fragilisé, et son ampleur hypothéquée, par l'atonie des principales composantes du PIB. En France, au premier trimestre 2014, la demande intérieure a freiné l'activité, tandis que l'investissement affiche une troisième baisse trimestrielle consécutive, retardant aussi le redressement du potentiel productif de notre économie. En zone euro, l'hétérogénéité des performances nationales complique la nécessaire consolidation budgétaire en cours, de même que l'efficacité de l'éventail des actions déployées par la Banque centrale européenne (BCE). Toutefois, la détente des taux d'intérêt à court et long termes a jusqu'à présent utilement soulagé la pression que les charges de remboursement représentent pour les emprunteurs de la zone euro, puisque l'endettement y dépasse les 92 % du PIB pour les administrations publiques et 130 % pour les ménages et les entreprises. En 2013, si les émissions obligataires des entreprises non financières ont été moins dynamiques qu'en 2012, le coût de financement a diminué, en lien avec une amélioration globale de la perception du risque de crédit.

Il reste que, dans la perspective d'une sortie progressive des politiques monétaires non conventionnelles menées par les principales Banques centrales, qui sera par construction non synchronisée, le niveau extrêmement bas atteint aujourd'hui par les taux d'intérêt doit

inciter les agents endettés, en zone euro mais pas seulement, à infléchir la tendance haussière enregistrée par leur dette au cours des années. Car dans le cas contraire, le maintien d'une liquidité à un coût réel négatif contribue à accroître la probabilité que, sur certains marchés -notamment obligataire ou immobilier-, les prix se déconnectent de leurs données fondamentales. De même, des comportements de recherche de rendements attractifs peuvent conduire davantage d'investisseurs à mésestimer la nature et l'ampleur des risques pris, mais aussi leur correcte valorisation et donc la précision de l'information qui en est ensuite donnée au public.

Plinement justifié face à l'effet systémique de la crise financière, opportun pour accélérer le retour à la croissance et nécessaire lorsque certaines économies affichent des taux d'inflation annuels très faibles voire négatifs, ce bas niveau des taux d'intérêt ne doit donc pas être perçu par les acteurs financiers comme une donnée intangible dans leur prise de décision, mais comme une variable susceptible d'être rapidement réévaluée par les marchés dès l'instant que les risques changent de nature. Ceci peut être déclenché non seulement parce que l'activité se redresse, les profils d'endettement de certains agents ne paraissent pas soutenables à moyen terme ou si, plus globalement, des tensions (financières, géopolitiques, etc.) engendrent une volatilité qui réveille l'aversion de certains investisseurs pour le risque. En particulier, les risques présentés par certains pays émergents, sujets à des tensions ou à des déséquilibres structurels, devront continuer à être attentivement analysés. A l'été 2013, ainsi, plusieurs de ces pays ont subi des conséquences, notamment des fuites de capitaux, liées à l'annonce d'un resserrement (*tapering*) à venir de la politique monétaire américaine.

Des marchés boursiers bien orientés

Pour autant, c'est dans cet environnement macroéconomique marqué par une lente amélioration de l'activité que les marchés boursiers des principales zones géographiques ont affiché en 2013 des performances plus élevées qu'en 2012 (pour le CAC 40, +18% après +15%). Ces hausses ont également été accompagnées, à partir de l'automne, par une reprise significative des introductions en Bourse et des fusions-acquisitions. Début 2014, la capitalisation mondiale des marchés actions, dépassant les 64 000 milliards de dollars grâce à sa hausse de 17 % enregistrée en 2013, a donc retrouvé son niveau de 2008, avant la faillite de Lehman. Au total, la décade du niveau des indicateurs de risque systémique, le maintien d'une liquidité abondante et la confiance globale des investisseurs dans les perspectives d'un redressement progressif de l'activité ont permis aux marchés financiers de contribuer davantage au financement de l'économie, dans un contexte où les crédits bancaires aux sociétés non financières continuent de se tarir, notamment en zone euro, à un rythme annuel proche de -3 % au printemps 2014.

Cette période de transition du contexte économique se lit également dans les prix des matières premières, qui ont confirmé en 2013 la stabilisation qu'ils avaient engagée en 2012, après une hausse tendancielle, quoique violemment interrompue par la crise, initiée près de dix ans plus tôt. Si la faiblesse de l'inflation a pénalisé les métaux précieux (l'or s'inscrit en baisse de 28 % sur l'ensemble de l'année 2013), le haut niveau et la volatilité des prix agricoles ont été nourris par des facteurs tant géopolitiques que météorologiques, alors que les cours des métaux industriels et ceux de l'énergie ont mieux résisté. Cependant, les cours de plusieurs métaux de base ont pâti de la décélération de la croissance dans plusieurs pays émergents, producteurs et surtout consommateurs. Par ailleurs, fait nouveau signalant sans doute des changements plus nets à moyen terme, les dérivés de matières premières sur les marchés organisés ont enregistré, par rapport aux marchés de gré à gré, un net regain d'activité en comparaison des trois années précédentes, et ont été marqués par la montée en puissance des gestionnaires de portefeuille, qui s'intéressent plus fortement à cette classe d'actifs.

De même, la financiarisation des marchés de matières premières s'est poursuivie avec, d'une part, une standardisation accrue des contrats, qui accroît les possibilités d'arbitrage entre actifs ou entre marchés, mais aussi les risques de voir les mouvements de prix s'amplifier et s'écarter des tendances prévisibles ; d'autre part, une diversification de la gamme des produits, traités par des acteurs plus variés, mais au sein desquels les entreprises de trading algorithmique occupent désormais une place très significative. Toutefois, la régulation de ces marchés de matières premières devrait être à l'avenir mieux encadrée dans le cadre des dispositions prévues par la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) révisée, qui renforcent en particulier les exigences de déclaration et de limites de position s'imposant aux intervenants sur les marchés de dérivés de matières premières.

La fragmentation des marchés et le post-marché continuent d'être attentivement surveillés

En lien avec cette révision de la MIF, la fragmentation des marchés, même si elle semble s'être stabilisée sur la période récente, constitue également un point de vigilance majeur, dans un contexte où les enseignements de la crise financière qu'a connue la zone euro n'ont pas encore tous été tirés. Les autorités publiques continuent en effet de travailler conjointement pour en dégager collectivement toutes les leçons utiles. Par exemple, l'impact de la fragmentation sur la liquidité des marchés, sur les conditions d'exécution des ordres et sur la résilience globale des infrastructures des marchés financiers est l'objet, dans la plupart des études, de conclusions prudentes et nuancées, voire divergentes selon les pays, les périodes, les plateformes ou les titres considérés. Comment s'assurer que le client final est aujourd'hui mieux servi ? La rencontre entre besoins de financement et offre de capitaux est-elle facilitée ? Peut-on être convaincu que toutes les institutions financières sont à l'abri d'un choc de grande ampleur et dont la nature peut être très variable (allant d'une crise de liquidité à une cyberattaque) ? Autant de questions qui exigent une forte attention de l'AMF.

De même, la mise en place de MIF2 devrait permettre de mieux encadrer les règles d'exemption à la transparence pré et post-marché. Lorsque ses textes d'application seront entrés en vigueur, cela devrait donc significativement contribuer à la réduction des risques liés : à l'opacité des transactions intervenant sur des plateformes non ou insuffisamment régulées, via un encadrement beaucoup plus strict des exemptions à la transparence ; aux différences de liquidité entre marchés ; et à l'inégale robustesse du dispositif de gestion des risques auquel sont aujourd'hui soumis les intermédiaires et plateformes.

Un sujet d'attention supplémentaire, aux yeux du régulateur, sera aussi d'apprécier dans quelle mesure le mouvement engagé depuis plusieurs années en faveur d'une consolidation des bourses, voire d'acteurs intervenant à différentes étapes de la chaîne titres, affecte les conditions de marché : il n'est en effet pas neutre, pour ce qui concerne la protection de l'investisseur et la stabilité financière, que de nombreux métiers -par exemple ceux du courtage, de la négociation, de la compensation, du règlement, de la livraison ou de la fourniture de données économiques et financières- puissent être assurés par un même opérateur. La montée en puissance de grands groupes, naturelle et souhaitable lorsqu'elle repose sur l'exportation d'économies d'échelle nées des succès d'un modèle industriel, doit permettre l'émergence d'une spécialisation sur des segments de marché qui améliore objectivement la qualité des services financiers fournis aux investisseurs : à l'inverse, la constitution de silos de nature oligopolistique, auxquels des entreprises ou des particuliers ne pourraient pas échapper compte tenu d'une forte concentration de l'offre, présente des risques de conflits d'intérêts et de tarification inappropriée. Ceci pose inévitablement la question, dans un contexte de faible transparence de l'information ou de son manque de comparabilité, de la meilleure exécution tarifaire des ordres de la clientèle finale.

Les risques posés par le trading à haute fréquence devraient être mieux encadrés

En Europe, l'accord obtenu en janvier 2014 sur la révision de la directive MIF a constitué une étape très importante pour renforcer la régulation des marchés. Fin 2007, la première version de cette directive s'était ainsi traduite par la multiplication de plateformes alternatives aux marchés réglementés, mais avec des insuffisances en matière de transparence et d'équité de traitement pour l'exécution des ordres des investisseurs. En particulier, les acteurs du trading à haute fréquence, le HFT (*High Frequency Trading*), avaient pu trouver, dans cette concurrence accrue entre plateformes, des conditions de développement particulièrement favorables, au point pour le HFT de représenter la majorité des transactions sur certains marchés au cours de la période récente.

Les risques d'abus de marché que continue de porter le HFT devraient, en Europe, bénéficier d'un meilleur encadrement si les ambitions de la MIF2 sont fidèlement déclinées dans les standards techniques que doit proposer l'ESMA (European Securities and Markets Authority). Cela concerne en particulier l'identification des firmes de HFT en tant que prestataires de services d'investissements, le marquage des ordres générés par les algorithmes, la fixation d'un pas minimum de cotation et la définition de règles plus strictes dans deux domaines : d'une part, la colocalisation, c'est-à-dire l'installation des acteurs du HFT à proximité immédiate des plateformes, afin de faire exécuter plus rapidement leurs ordres ; d'autre part, les remises tarifaires de certaines plateformes au bénéfice d'intermédiaires qu'elles souhaiteraient attirer en vue d'afficher des conditions de liquidité plus attractives aux yeux de la communauté des investisseurs. Dans l'intervalle, et en sachant que ces nouvelles dispositions ne suffiront pas à elles seules à faire disparaître les risques liés au HFT, l'attention de l'AMF continuera d'être particulièrement soutenue pour surveiller la qualité de la liquidité offerte par les intermédiaires, dont le HFT, sur les impacts duquel les études académiques réalisées demeurent souvent partagées.

Compensation centrale, collatéral et gestion de la liquidité sont essentiels pour la maîtrise des risques

Cette question de structure et d'information concerne d'ailleurs tout particulièrement la compensation centrale, élément critique dans le dispositif de prévention du risque systémique mis en place après la crise sous l'impulsion des chefs d'État membres du G20. Dans le cadre d'EMIR, les contreparties centrales doivent compenser l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré considérés comme éligibles par l'ESMA, tandis que l'ensemble des transactions sur produits dérivés, y compris cotés, sont appelées à être déclarées aux référentiels centraux de données (*Trade Repositories*), eux-mêmes agréés et supervisés par l'ESMA. Si ces derniers, nouveaux acteurs issus d'EMIR, contribuent à accroître la transparence sur le marché des dérivés en renforçant l'information à la disposition des régulateurs, de nombreux enjeux demeurent pour que les nouvelles dispositions européennes répondent de manière effective à la demande exprimée par le G20 en 2009, qu'il s'agisse des risques liés à la compensation (contrôle du respect de l'obligation de compensation centrale, avec une exemption pour les transactions intragroupe), des techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contrepartie (contrôle du respect de ces techniques) et de la bonne déclaration des transactions. L'AMF sera également vigilante, notamment via sa participation aux collèges européens de régulateurs, en matière de supervision des exigences de capital, des règles d'organisation et de gouvernance applicables aux chambres de compensation.

En outre, à l'intersection des réglementations de marché et prudentielles (Bâle III et Solvabilité II), des risques importants continuent d'être portés par les évolutions que connaissent la demande et l'offre de collatéral. Ce dernier, destiné dans son principe à renforcer la gestion du risque de contrepartie en sécurisant des opérations de financement,

de prêt-emprunt ou sur dérivés, est en effet l'objet d'une grande diversité de définitions et de pratiques, selon que l'on considère les actifs à garantir (en respectant les règles d'éligibilité), les autorités compétentes (par exemple une banque centrale pour mettre en place des opérations de refinancement) ou les acteurs intervenant dans la transaction (une société de gestion n'ayant pas les mêmes objectifs qu'un dépositaire central de titres).

Or, une large incertitude, selon les estimations publiées, prévaut sur la quantité et la qualité du collatéral qui demeure disponible, une fois pris en compte des facteurs de demande qui ont significativement augmenté ces dernières années et devraient continuer de le faire : les phénomènes de défiance dans le secteur financier, toujours susceptibles d'être attisés en cas de tensions ou de chocs sur la liquidité, se sont certes atténués au cours de la période récente en Europe, mais l'incidence de la réglementation devrait elle être plus structurelle. En effet, les règles prudentielles définies en termes de liquidité à l'attention des banques et des assurances, de même que les dispositions visant à favoriser la compensation centrale des opérations sur dérivés, renforcent à moyen terme la demande d'un collatéral dont les exigences de qualité, par ailleurs, ont été relevées afin de mieux contenir les effets déstabilisateurs que peut avoir le défaut d'une contrepartie. Au total, s'il semble probable que l'offre de collatéral continue d'excéder une demande même progressant, les risques liés à la qualité, à la liquidité et la gestion du collatéral continueront d'appeler une surveillance renforcée de la part de l'AMF, tout particulièrement dans l'hypothèse où la vitesse de circulation et la réutilisation de ce dernier seraient amenées à s'accroître.

Enfin, s'agissant du contrôle plus large du fonctionnement des marchés financiers et de l'appréciation des évolutions de la liquidité, deux observations supplémentaires peuvent être faites. D'une part, l'activité du marché des CDS (*Credit Default Swaps*) s'est fortement contractée au cours de l'année écoulée, signe à la fois d'une décreue des tensions sur le risque de crédit, mais reflète également du durcissement des exigences européennes en matière de reporting et d'interdiction des ventes à nu, l'ensemble de ces facteurs traduisant une meilleure liquidité perçue, pour des actifs contre le défaut desquels de nombreux investisseurs souhaitaient auparavant s'assurer.

Les questions liées à la fiscalité ont également un impact sur le fonctionnement des marchés

D'autre part, l'agenda réglementaire des autorités compétentes est marqué, ces derniers mois, par l'avancée des négociations relatives à la mise en place d'une taxation des transactions financières dans plusieurs pays européens. Pour ce qui touche à son mandat, l'AMF considère qu'il est important, pour le bon financement de l'économie réelle, que le dispositif fiscal qui sera retenu par les États européens préserve au maximum la compétitivité des acteurs français par rapport aux acteurs étrangers et aux centres de décision, européens ou non, qui ne seraient pas concernés dans les mêmes termes par cette taxe. Compte tenu de la mobilité quasi parfaite du capital en Europe, l'introduction d'un biais fiscal pourrait entraîner des conséquences préjudiciables à la Place de Paris.

A cet égard, l'éventuelle taxation dans onze pays européens des transactions sur dérivés dans un but annoncé de « régulation » de ces marchés ne paraît pas cohérente avec l'ensemble des mesures particulièrement ambitieuses de régulation de ces dérivés, compensés ou non compensés, en train d'être mises en œuvre au niveau européen et mondial à la suite des demandes du G20.

En outre, une étude d'impact préalable, précise et exhaustive du projet de taxation envisagé est indispensable pour ne pas affecter de façon durable les choix de localisation des activités concernées et n'altérer ni la liquidité, ni le bon fonctionnement des marchés des titres qui seraient taxés. En effet, l'environnement de taux d'intérêt historiquement bas pose

aux intermédiaires financiers un défi pour maintenir, aux yeux des investisseurs, une rentabilité des placements avant impôt attractive, et cela, sans prise de risques excessive. Le message délivré par les autorités compétentes en matière fiscale à l'attention des investisseurs, attentifs en particulier aux conclusions des travaux du Comité pour la Place financière de Paris à horizon 2020, se doit donc d'être crédible et cohérent.

En 2013, les placements financiers des ménages ont baissé et se sont moins orientés vers les dépôts

Ce sujet de la fiscalité renvoie aussi directement à l'évolution et à l'allocation de l'épargne des ménages. Leur taux d'épargne a continué de fléchir en 2013, de même que leur taux d'épargne financière, à respectivement 14,7 % et 5,6 % en fin d'année selon l'INSEE (en base 2010). Le patrimoine économique des ménages, toujours composé à hauteur des ¾ d'actifs non financiers (73 % d'après les dernières données disponibles pour 2012), a vu sa croissance décélérer depuis 2010, avec des divergences d'évolution significatives entre la trajectoire dynamique du patrimoine financier (+7,4 % en 2012) et le tassement qu'a connu le patrimoine non financier (-0,3 %), qui traduit essentiellement les développements intervenus récemment sur le marché immobilier. Cependant, si l'on prend en compte les éléments de passif, le patrimoine financier net des ménages a également vu son rythme de progression être divisé par plus de 5 entre la période 2002-2006, durant laquelle sa croissance atteignait 7,8% par an en moyenne, et les années 2007-2012, pour laquelle cette augmentation n'a été que de 1,4%.

Compte tenu que la rentabilité des placements financiers, sur longue période, est en général supérieure à celle d'un investissement immobilier ou en or, l'AMF note, en attirant l'attention des pouvoirs publics sur ce point, d'une part que les placements financiers des ménages ont substantiellement baissé en 2013 par rapport à 2012 (-18 %), d'autre part que ces placements financiers ont atteint en 2013 un montant (71 milliards d'euros) largement inférieur à celui enregistré en moyenne au cours de la période 2001-2010 (115 milliards). L'année 2013 marque donc, pour les ménages, le deuxième plus faible exercice, depuis 1996, en termes de placements financiers, après le point bas enregistré en 2000 (66 milliards). Dans un contexte où une promotion raisonnée du financement par les marchés financiers, aux côtés de l'intermédiation bancaire traditionnelle, paraît grandement nécessaire pour diversifier les supports d'investissement selon les choix de risque et de rendement propres à chaque profil d'épargnant, ces évolutions méritent d'être soulignées : elles démontrent à tout le moins les efforts qu'il reste à entreprendre pour réconcilier les Français qui le souhaiteraient avec des marchés financiers désormais mieux régulés.

Par ailleurs, l'année 2013 a marqué une inflexion dans la tendance, notable de 2011 à 2012, de désaffection des investisseurs pour l'assurance-vie et les fonds de pension : ces deux années marquées par une réduction dans ces placements ont été interrompues en 2013, exercice marqué par une collecte nette positive pour l'assurance-vie. Ainsi en 2013, pour la première fois depuis 2010, les flux de placements vers l'assurance-vie et les fonds de pension ont été plus importants que les placements bancaires, constitués des dépôts et des liquidités. En outre, les cessions nettes de titres d'organismes de placement collectif sont à leur plus haut niveau (14 milliards en 2013) depuis 2010, tandis que le renforcement des flux de placements en actions concerne non les actions cotées, qui sont l'objet en 2013 de cessions nettes comme en 2012, mais les actions non cotées et les autres participations, dont la valorisation de marché comme la motivation économique demeurent pourtant difficiles à cerner. Au total, dans un environnement où les principaux placements nets des ménages ont été divisés par deux depuis le déclenchement de la crise, passant de 130 milliards en 2007 à 71 en 2013, les contrats d'assurance-vie et les fonds de pension, il est vrai particulièrement délaissés en 2011 et 2012, figurent parmi les supports qui ont le

mieux su attirer l'épargne des ménages en 2013, malgré des contrats dont les rendements continuent de s'inscrire dans une tendance baissière.

Les placements des Français sont exposés à un risque globalement modéré, quoique portant sur des actifs très hétérogènes

A titre de comparaison en Europe, les ménages français apparaissent donc aujourd'hui dans une position intermédiaire entre la situation de certains pays du Nord (notamment le Royaume-Uni et les Pays-Bas), dans lesquels l'assurance-vie et les fonds de pension représentent au moins 60% de l'encours des placements financiers, et d'autres voisins (Allemagne, Italie et Espagne), pour lesquels les liquidités et les titres de dette sont davantage présents dans le stock des actifs financiers détenus par les ménages. On relèvera également que le patrimoine financier des ménages français a progressé de moitié sur la période 2002-2012, ce qui correspond à une performance certes moindre que les progressions enregistrées aux Pays-Bas (+74 %) ou au Royaume-Uni (+68 %), mais supérieure à celles qu'ont connues l'Allemagne (+41 %) ou l'Italie (+25 %).

Au total, l'exposition de l'épargne des ménages français au risque de perte en capital, tout en demeurant encore globalement limitée dans son montant, a légèrement cru en 2013 par rapport à son niveau de 2011-2012. La progression de la part des actions non cotées et des autres participations dans le patrimoine des ménages n'en constitue pas la seule explication. D'une part, l'offre de produits structurés, commercialisés auprès du grand public, a connu un nouveau dynamisme en France en 2013, après deux années de baisse des ventes en 2011-2012 : s'ils ne représentent qu'une modeste part de leur patrimoine financier, ces produits appellent une vigilance particulière de l'AMF compte tenu du faible niveau de protection qu'ils assurent, n'offrant aucune garantie intégrale de capital dans plus de 80 % des cas, et de la fréquente complexité du mode de rémunération, qui peut être décalée dans le temps, diminuée dans son montant, voire purement et simplement supprimée. Il est donc impératif que les investisseurs soient correctement informés et conscients non seulement du rendement affiché, mais aussi des risques inhérents à la détention de tels produits.

D'autre part, les opportunités d'investissement proposées aux ménages ont été marquées en 2013 par l'essor non seulement des biens divers et des placements atypiques (vins, œuvres d'art, parchemins, etc.), mais aussi par la promotion des monnaies virtuelles, Bitcoin étant probablement la plus répandue. Or, ces monnaies virtuelles, qui ne sont pas de vraies monnaies puisqu'elles n'ont aucun cours légal, présentent de nombreux risques pour des ménages potentiellement tentés par une diversification de leurs placements et l'attrait, difficilement répressible, de la technologie : ces risques incluent ceux de contrepartie (non-remboursement d'un avoir ou exposition à la forte volatilité du cours de ces monnaies virtuelles), le risque fiscal (en cas de blanchiment ou d'activités illicites) et le risque de piratage (les plateformes d'échange et les serveurs informatiques n'étant soumis à aucune réglementation prudentielle). Les risques opérationnels, de perte en capital ou d'escroquerie sont donc particulièrement élevés pour les investisseurs tentés par des placements aussi hasardeux.

La supervision des institutions financières systémiques se renforce au niveau européen

Ces tendances récentes qui peuvent irrémédiablement marquer les choix d'investissement des particuliers renforcent l'AMF dans sa volonté d'œuvrer en faveur de la qualité de l'information publiée. Après les réformes engagées dans le domaine des agences de notation et avec la mise en place progressive des référentiels centraux de données relatives aux produits dérivés (*Trade Repositories*), deux catégories d'acteurs placées sous la

supervision de l'ESMA, la comptabilité et l'audit constituent deux champs d'intervention où l'Europe doit marquer sa volonté de promouvoir une information intelligible, sans sophistication inutile, et sincère par rapport à la réalité des opérations économiques. Sur ce point, si le manque de convergence entre les référentiels comptables européen et américain paraît toujours regrettable pour permettre au grand public de comparer sans distorsions les informations publiées de part et d'autre de l'Atlantique, l'examen de la qualité des actifs engagé par la BCE, dans la perspective de l'entrée en fonction du mécanisme de supervision unique (MSU), est, à l'inverse, une étape historique qui doit être saluée en tant que telle : elle vise en effet à homogénéiser l'application d'une réglementation dans un domaine -celui de la convergence des modèles de supervision des règles prudentielles appliquées aux banques- où la crise financière avait montré l'ampleur des avancées restant à accomplir.

Ainsi, dans la mesure où le MSU, en coordination avec les autorités de marché concernées, parviendra à convaincre les investisseurs qu'un cadre plus efficace de supervision, mais aussi le moment venu de résolution, se dessine en Europe, un progrès considérable aura été réalisé pour y contenir le risque systémique. C'est donc dans cet esprit que l'AMF, qui participe activement aux instances macroprudentielles tant européenne -via l'ESRB, le Conseil européen du risque systémique, et cela depuis son installation début 2011- que française -à travers le HCSF, le Haut conseil de stabilité financière, qui s'est réuni pour la première fois en juin 2014-, entend renforcer ses capacités d'analyse et sa volonté de détecter le plus en amont possible les nouveaux risques entrant dans le champ de son mandat légal.

Le niveau des taux d'intérêt continue de poser des défis importants pour la gestion collective

En dernier lieu, et sans qu'il s'agisse d'un fait véritablement nouveau en 2014, l'avenir de la gestion collective continue de mériter toute l'attention du régulateur. Dans toutes les grandes zones géographiques, les encours sous gestion ont confirmé en 2013 le rebond déjà engagé en 2012, l'Europe ayant même réussi à tripler en 2013 ses volumes de collecte. Pourtant, cette collecte a quasiment stagné en France, avec une croissance des encours limitée à 0,5 %, essentiellement parce que la gestion française est, en termes relatifs, très exposée aux produits de taux et insuffisamment aux actions. C'est pourquoi, malgré la création de nouveaux produits et de nombreux réaménagements de gamme, la persistance de bas taux d'intérêt hypothèque la capacité des fonds monétaires à afficher des performances positives, ce qui provoque d'importantes demandes de rachats de la part des investisseurs et affecte la contribution que ces fonds apportent au financement de l'économie, notamment pour les banques et les États de la zone euro.

En sens inverse, le lancement du dispositif fiscal PEA-PME s'est accompagné fin 2013 d'une collecte dynamique au profit des valeurs concernées, tandis que la titrisation, la gestion de créances ou des stratégies de spécialisation -dans l'immobilier ou le capital investissement- ont permis à certaines sociétés de gestion de profiter d'opportunités dans leur développement, en s'affranchissant autant que possible de la contrainte que représente, pour la rentabilité d'autres gestionnaires, le niveau actuel des taux d'intérêt.

Les risques identifiés aujourd'hui

Par rapport à leur niveau atteint mi-2013, les risques identifiés par l'AMF pour la stabilité financière, l'organisation et le fonctionnement des marchés, ainsi que le financement de l'économie, sont, dans l'ensemble, stables à l'été 2014. On peut toutefois estimer qu'avec l'approfondissement des réformes réglementaires dans un grand nombre de zones

géographiques, la question de la convergence de ces avancées, comme de leur application coordonnée, revêt aujourd'hui une importance plus forte, en particulier pour éviter la concurrence des règles ou l'arbitrage réglementaire. Par ailleurs, d'un point de vue systémique, c'est-à-dire en tant que menaces potentielles pour la stabilité des marchés financiers, les risques identifiés par l'AMF dans le tableau ci-dessous demeurent à un niveau élevé pour la majorité d'entre eux.

A l'horizon de 2015, il n'est pas envisagé à ce stade de modification significative dans la nature comme dans le niveau de ces risques considérés globalement. En revanche, il est acquis que les trois enjeux liés respectivement aux taux d'intérêt, à la coordination des politiques budgétaires et monétaires, ainsi qu'à la mise en place du mécanisme de supervision unique des banques européennes devront retenir toute l'attention des autorités publiques, tant les conséquences en sont décisives pour les marchés financiers.

La synthèse des principaux risques identifiés par l'AMF mi-2014

	Description des risques	Niveau mi-2014	Variation 2014-2013	Perspectives 2015
Stabilité financière	1. Relèvement des taux d'intérêt à long terme ou des primes de risque plus rapide qu'anticipé, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés		→	↗
	2. Tensions financières alimentées par un manque de coordination dans la consolidation budgétaire, la sortie progressive des politiques monétaires non conventionnelles ou les ajustements requis par la mise en place du mécanisme unique de supervision des banques		→	→
	3. Manque de résilience d'institutions financières exposées à un choc de nature systémique, transmis ensuite à d'autres acteurs (banques, assurances, fonds, infrastructures, etc.)		→	↘
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Variations brutales des conditions de la liquidité au sein de marchés fragmentés, insuffisamment transparents et marqués par le développement du trading à haute fréquence		→	↘
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress		→	→
	6. Réorganisation des bourses et consolidation des acteurs de la chaîne titres, favorisant la naissance d'oligopoles susceptibles de présenter des conflits d'intérêts face à ceux des investisseurs finaux		→	↗
Financement de l'économie	7. Situation des institutions financières confrontées à un environnement économique encore fragile, à des exigences prudentielles renforcées et/ou dont le manque de coordination favorise les arbitrages réglementaires		↗	→
	6. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux marchés financiers, dans un contexte où les modes de financement alternatifs restent peu développés : titrisation, fonds de dettes, crowdfunding, capital investissement, etc.		→	↘
	7. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements : produits structurés, biens divers, trading sur des sites Internet, monnaies virtuelles, etc.		→	→
			↘	En baisse
			→	Stable
			↗	En hausse
	Niveau du risque mi-2014			↘
				→
				↗
	Variation du risque depuis 2013 ou perspectives 2015			↘
				→
				↗

Les risques identifiés par l'AMF reflètent donc à l'été 2014 une situation contrastée. Par rapport à l'été 2013, les risques relatifs à la stabilité financière demeurent prédominants, tandis qu'aucun de ces principaux risques n'affiche, sur un an, de baisse notable. En revanche, à l'horizon 2015, les conséquences du niveau des taux d'intérêt à long terme et l'organisation des marchés financiers en Europe figureront parmi les points d'attention majeurs du régulateur.

Cette analyse des risques conforte l'AMF dans le choix des actions prioritaires qu'elle entend poursuivre ou engager à court et moyen terme. Sous l'autorité du Collège, ses travaux doivent également associer, pour ce qui les concerne, le Conseil scientifique de

l'AMF, qui a été relancé début 2014, et le Comité des risques, qui réunit tous les trimestres les directions de l'AMF en charge de l'analyse et du suivi des risques.

Les actions de l'AMF

Le Plan stratégique publié par l'AMF en novembre 2013 a en effet défini les trois axes qui doivent orienter ses actions sur la période 2013-2016, y compris en matière de prévention et de gestion des risques : s'investir pour des marchés européens sûrs et transparents ; rétablir la confiance des épargnants ; agir pour le financement de l'économie.

Sur le premier de ces points, l'application en France de la directive MIF2 et du règlement EMIR constituant d'ores et déjà pour l'AMF deux pierres angulaires, afin de conforter les principes généraux de la réforme de l'organisation des marchés européens, y compris dérivés. L'action de l'AMF consiste donc actuellement à participer activement à la négociation et à la rédaction des textes réglementaires dits de niveau 2 : standards techniques (*Regulatory Technical Standards* et *Implementing Technical Standards*) que l'ESMA devra rédiger après une phase de consultations et d'auditions publiques, mais aussi conseils techniques (*Technical Advices*) que l'ESMA adressera à la Commission européenne en vue, pour cette dernière, d'adopter des actes délégués. Concrètement, l'AMF entend notamment promouvoir des plateformes de négociation plus transparentes, une activité de trading à haute fréquence mieux régulée et une compensation centrale des produits dérivés éligibles répondant à des critères de gestion de risque renforcés, afin que la liquidité soit continuellement préservée sur les marchés financiers, y compris dans les situations de tensions.

S'agissant de la confiance des épargnants, l'AMF entend contribuer à la restaurer envers les marchés financiers à travers plusieurs actions : la coopération dans la mise en place d'un cadre institutionnel novateur en Europe pour la supervision des banques, en lien étroit avec les autorités de marchés et les enceintes compétentes en matière macroprudentielle (ESRB et HCSF) ; dans le cadre de CPSS-IOSCO et sous l'égide du FSB, la définition de principes cohérents pour le redressement et la résolution des institutions systémiques, incluant des compagnies d'assurance, mais aussi potentiellement des infrastructures des marchés et d'autres institutions aujourd'hui considérées comme appartenant à la « finance parallèle » (*shadow banking*) ; les réformes engagées par la Commission européenne des indices (*benchmarks*), mis en cause en particulier dans le cadre du scandale du *LIBOR*, et des fonds monétaires (*money market funds*), pour lesquels la gestion du risque de liquidité et la réduction de la dépendance aux notations de crédit doivent permettre d'assurer une valorisation appropriée de leurs actifs et de faire face aux éventuelles fortes demandes de remboursements anticipés (*runs*) de leurs clients.

Par ailleurs, en matière de financement de l'économie, les efforts de l'AMF visent à promouvoir la relance d'une titrisation ordonnée, c'est-à-dire basée sur une information précise quant à la qualité des actifs sous-jacents, afin d'en permettre au besoin la mobilisation dans le cadre des règles définies pour le refinancement auprès de la BCE ; l'assouplissement mais aussi la sécurisation des modes de financement alternatifs, notamment le *crowdfunding* et la gestion des créances ; la bonne mise en place de la nouvelle directive OPCVM 5, dont l'entrée en vigueur est prévue en 2016, qui doit renforcer la surveillance des risques, la responsabilité des dépositaires et le régime des sanctions en cas de manquement à ses dispositions, dans le même esprit que ce que la directive AIFM prévoit déjà pour les fonds dits alternatifs. Enfin, l'AMF confirme, par exemple en renforçant les moyens qu'elle déploie à l'attention des PME et en proposant plusieurs pistes de réflexion au Comité pour la place financière de Paris à horizon 2020, qu'elle entend maintenir un ancrage à la fois national, européen et international pour conforter l'efficacité de ses actions.

CHAPITRE 1 : TENDANCES DES MARCHÉS ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Depuis le début de l'année 2013, l'amélioration des perspectives économiques et la poursuite des politiques monétaires très accommodantes ont constitué des puissants facteurs de soutien aux marchés financiers dans la plupart des pays développés. L'embellie de l'environnement financier a été particulièrement sensible au sein de la zone euro, où l'atténuation des tensions provoquées par la crise souveraine a très largement profité aux pays périphériques et recréé des conditions favorables à la reprise de l'activité sur de nombreux segments de marchés (introductions en bourse, fusions et acquisitions). À l'inverse, l'anticipation de la fin de la politique de *Quantitative Easing* aux États-Unis a, dans un contexte économique globalement moins favorable, pesé sur les marchés émergents. D'une manière générale, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux historiquement faibles et la poursuite des réformes réglementaires, notamment dans le domaine prudentiel, ont constitué deux facteurs d'influence pour les comportements de financement et de placement des agents économiques, contribuant parfois même à l'émergence ou le développement de produits innovants.

1.1. La perception du risque de crédit s'est améliorée en Europe

En 2013, les principales banques centrales des pays développés ont continué de mener des politiques monétaires accommodantes, caractérisées par le maintien des taux directeurs à des niveaux historiquement faibles, la mise en œuvre de stratégies d'orientation des anticipations (*forward guidance*) pour les taux à long terme et, pour certaines d'entre elles (Réserve fédérale américaine, Banque du Japon - Graphique 1), la poursuite de politiques d'assouplissement quantitatif.

Aux États-Unis, les rendements obligataires se sont toutefois inscrits sur une tendance haussière à partir de la fin mai 2013, lorsque la Réserve fédérale a indiqué qu'elle envisageait de réduire ses achats de titres (« *tapering* ») si la reprise économique se confirmait, annonce aussitôt interprétée par les marchés comme la fin programmée de la politique de *Quantitative Easing* (QE3), et qui a entraîné dans son sillage à la hausse les rendements des obligations émergentes, allemandes ou britanniques. Ce mouvement s'est prolongé à l'automne, en lien avec les tensions liées à un nouveau mur budgétaire (« *fiscal cliff* »), qui s'est accompagné d'une fermeture de l'administration américaine en octobre. Finalement, l'annonce programmée de la fin du QE3 est intervenue seulement fin 2013 et n'a pour l'heure qu'un impact limité, ce dernier ayant déjà été intégré par les marchés. Au final, entre fin 2012 et fin mai 2014, l'emprunt américain à 10 ans a gagné 80 points de base, passant de 1,7 % à 2,5 % (après avoir culminé à 3 % fin 2013).

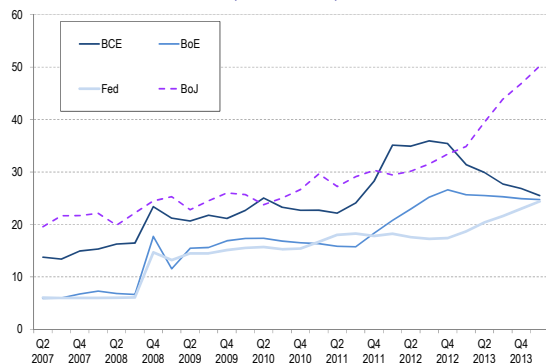
En Europe, le risque souverain et ses interactions avec les risques bancaires sont restés au cœur des problématiques du marché du crédit jusque dans les premiers mois de 2013. Ils ont ensuite eu tendance à s'atténuer sur le restant de l'année, du fait notamment des avancées institutionnelles décisives enregistrées dans le projet d'union bancaire, avec notamment l'adoption du Mécanisme de surveillance unique (MSU) et du Mécanisme de résolution unique (MRU).

D'autres facteurs, tels que l'amélioration de la situation économique dans les pays périphériques, la baisse des besoins de financement des banques¹ et la non-activation du programme de rachats d'obligations OMT (« *outright monetary transactions* »), ont

¹ Notamment les banques espagnoles, qui ont été les principales bénéficiaires des deux opérations de refinancement à long terme (VLTRO, *very long term refinancing operations*) mises en place fin 2011 et début 2012 par la BCE.

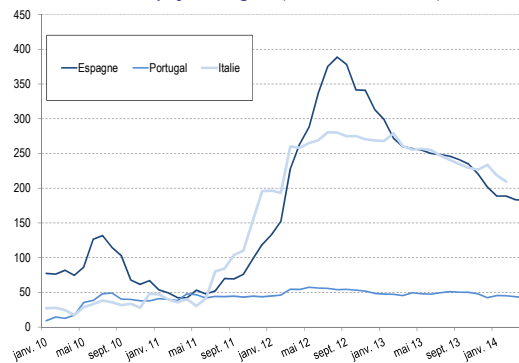
également participé à la diminution de la perception des risques sur le Vieux Continent et incité les investisseurs à se porter de nouveau acquéreurs de titres souverains au détriment des marchés émergents, confrontés à une dégradation de leur environnement macro-financier (ralentissement économique, déséquilibres structurels, anticipation du *tapering* aux États-Unis).

Graphique 1 : Taille des bilans des banques centrales (en % du PIB)



Source : Thomson Reuters Datastream, calculs AMF.

Graphique 2 : Financement de banques européennes à la BCE selon leur pays d'origine (en milliards d'euros)

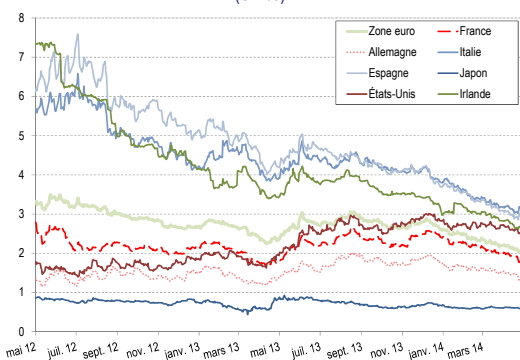


Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 09/05/2014

Les coûts de financement des agents non financiers ont diminué

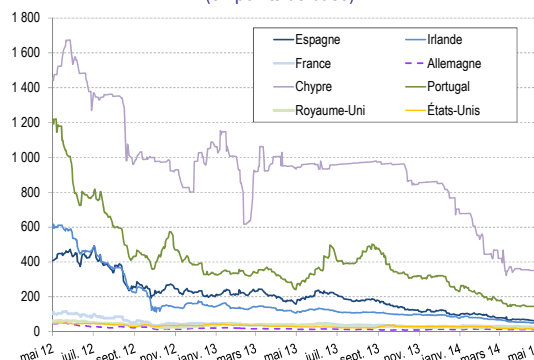
En conséquence, les rendements des emprunts d'État ainsi que les primes sur les CDS souverains en Europe se sont significativement détendus dans les pays périphériques, notamment en Grèce, au Portugal et en Espagne (Graphiques 3 et 4). Entre fin 2012 et fin mai 2014, les rendements des emprunts d'État dans ces trois pays ont diminué respectivement de 550, 293 et 223 points de base (*pb*), de sorte que les écarts entre pays « cœur » et pays périphériques se sont considérablement resserrés. A la mi-mai 2014, le rendement des emprunts de l'État grec à 10 ans apparaissait ainsi supérieur de 500 *pb* au Bund allemand de maturité identique, alors que cet écart avoisinait 1 100 *pb* fin 2012.

Graphique 3 : Taux des emprunts d'État (en %)



Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 22/05/2014

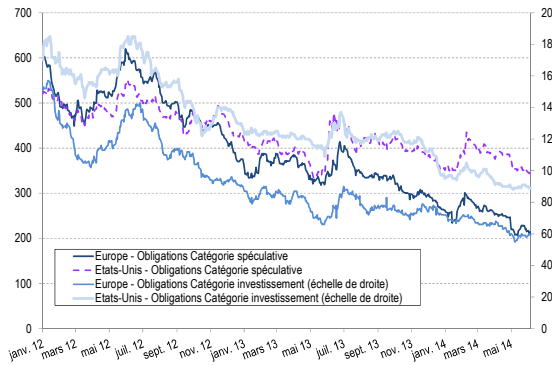
Graphique 4 : Primes des CDS souverains à 5 ans en Europe (en points de base)



Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 22/05/2014

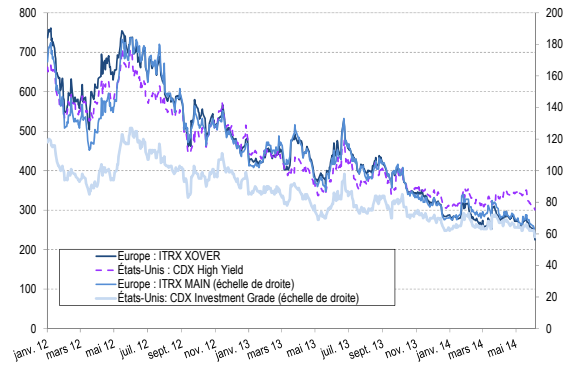
Les conditions de financement des émetteurs privés obligataires ont également continué de s'améliorer en Europe (Graphique 5 et Graphique 6). L'indice *Itraxx Europe Crossover*, qui reflète le coût de la protection contre le risque de défaut des sociétés risquées, a ainsi reculé de 230 points de base entre fin 2012 et la fin mai 2014. Fait remarquable, malgré les tensions observées sur les obligations d'État américaines, les coûts des emprunts obligataires des émetteurs privés ont globalement continué de s'améliorer outre-Atlantique, y compris pour les entreprises classées en catégorie investissement.

Graphique 5 : Évolution du coût des emprunts obligataires en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation (en points de base)



Sources : AMF, Bloomberg. Dernière observation 30/05/2014

Graphique 6 : Évolution des indices de CDS d'émetteurs privés en Europe et aux États-Unis (en points de base)

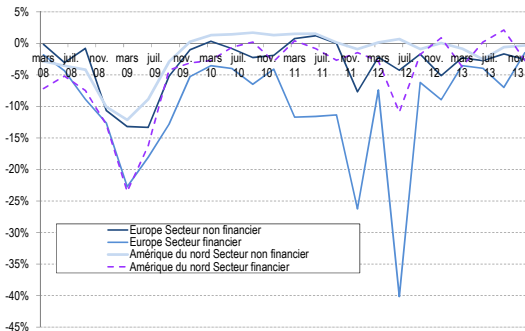


Sources : AMF, Bloomberg. Dernière observation 30/05/2014

En Europe, la perception du risque de crédit s'est améliorée dans le secteur financier

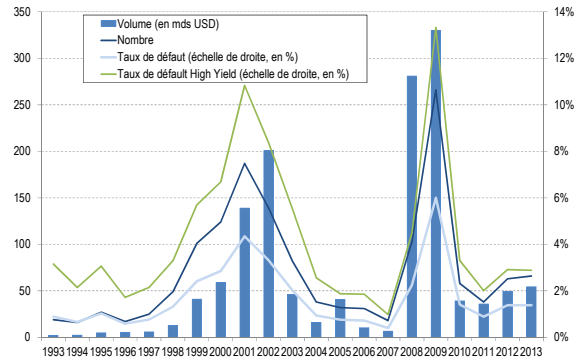
L'amélioration de l'environnement économique et financier des sociétés s'est traduite d'une manière générale par un raffermissement de la qualité du crédit, notamment dans le secteur financier européen, en lien avec l'atténuation du risque souverain et la poursuite de la réorganisation du système bancaire (Graphique 7). Dans le secteur financier, la qualité du crédit est restée sensiblement stable. En particulier, aux États-Unis, le nombre de rehaussements de notes est resté équivalent à celui des abaissements tout au long de l'année 2013. Parallèlement, les taux de défaut se sont maintenus à des niveaux très faibles, y compris pour les sociétés classées en catégorie spéculative (Graphique 8).

Graphique 7 : Écart entre les rehaussements et les dégradations de notes (rating drifts, en %)



Sources : AMF, Moody's.

Graphique 8 : Évolution des défauts dans le secteur des *corporate*



Sources : AMF, Moody's.

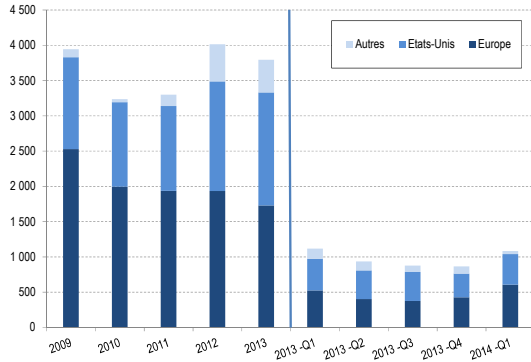
L'activité sur le marché primaire a globalement ralenti

Bien que toujours dynamiques, les émissions obligataires des sociétés privées se sont infléchies depuis la fin 2012. Au niveau mondial, leur montant cumulé sur un an avoisinait 3 800 milliards de dollars au premier trimestre 2014, en baisse de 5 % par rapport à la même période de l'année précédente (Graphique 9). Ce chiffre global masque néanmoins des disparités notables, notamment en termes géographiques et sectoriels.

Ainsi, les émissions obligataires sont restées très dynamiques aux États-Unis (+ 5 % en 2013 sur un an), y compris pour les émetteurs peu risqués notés en catégorie investissement et ce, malgré des coûts de financement relativement moins favorables que par le passé. L'activité est en revanche apparue moins bien orientée dans les autres zones géographiques. Elle a ainsi reculé assez nettement en Europe en 2013 (- 11 % sur un an), avant de connaître un sensible raffermissement sur les premiers mois de 2014. Dans les marchés émergents, l'environnement macro-financier globalement moins porteur a certes pesé sur les émissions en 2013, mais celles-ci se sont maintenues à des niveaux élevés

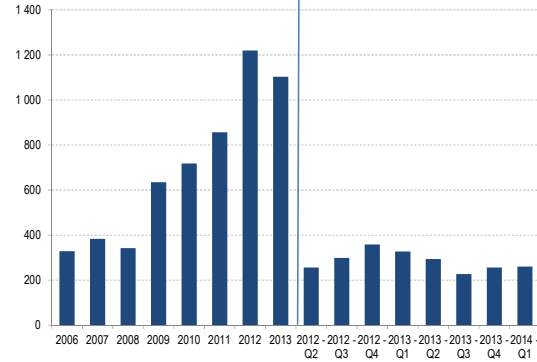
(soit plus de 1 100 milliards de dollars, en baisse de 10 % par rapport à 2012-Graphique 10).

Graphique 9 : Émissions obligataires privées au niveau mondial (en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

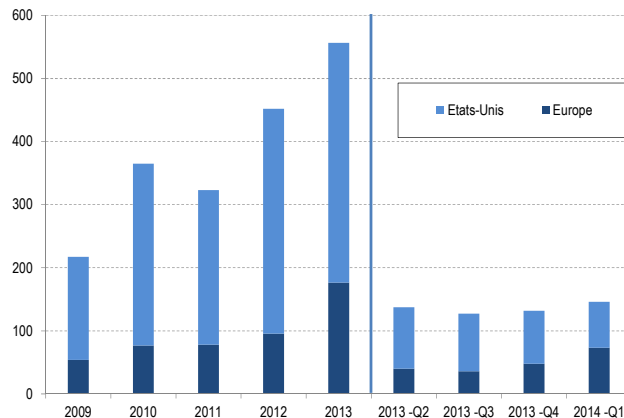
Graphique 10 : Émissions de titres de dette dans les pays émergents (en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

Le maintien des taux d'intérêt à des niveaux historiquement faibles et les difficultés rencontrées par certains pays émergents ont constitué un puissant facteur de soutien aux obligations risquées qui, comme en 2012, ont été très recherchées, notamment en Europe, où les émissions ont quasiment doublé en 2013, à 180 milliards d'euros, ce mouvement se poursuivant début 2014 (Graphique 11).

Graphique 11 : Émissions de titres de dette risquée aux États-Unis et en Europe (en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

D'un point de vue sectoriel, le repli du marché obligataire enregistré en 2013 sur le Vieux continent reflète avant tout les tendances observées dans le secteur bancaire. Poursuivant leur effort de désendettement et de rééquilibrage de leurs sources de financement, les banques européennes ont en effet moins eu recours aux marchés obligataires pour se financer, ce qui s'est traduit par une diminution des émissions nettes (-350 milliards d'euros pour l'ensemble de la zone euro dont 50 milliards pour la France).

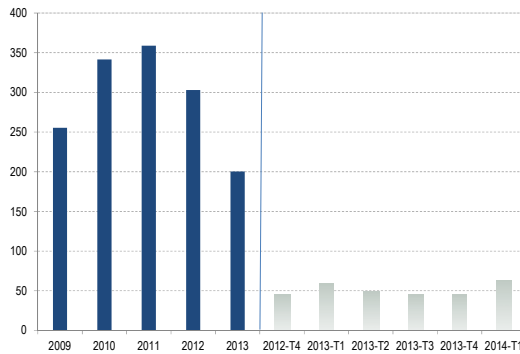
Les émissions d'obligations sécurisées ont continué de se replier

En particulier, les émissions d'obligations sécurisées (*covered bonds*) se sont repliées en 2013, à 200 milliards d'euros, soit un tiers de moins qu'en 2012 (Graphique 12). Il est vrai que depuis 2011, l'intérêt de cet instrument comme outil de refinancement pour les banques a été largement obéré par l'arrêt des programmes de rachats de ces titres par la BCE² ainsi que par la mise en œuvre des deux programmes de refinancement à long terme (LTRO) et

² Covered Bond Purchase Programme CPB1 et CPB2.

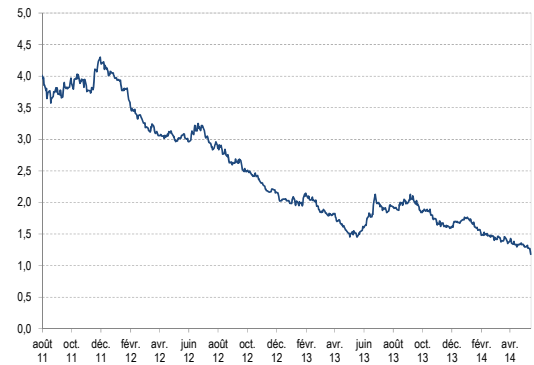
ce, malgré une évolution favorable de leurs coûts (Graphique 13). Il convient également de souligner que les émetteurs qui, à l'image de la Commerzbank début 2013, ont tenté de renouveler l'attrait de ces produits par une diversification de la nature des actifs sous-jacents (au-delà des prêts publics ou immobiliers), n'ont pas fait d'émules. Au final, et pour la première fois depuis dix ans, l'encours mondial des obligations sécurisées a diminué, à 2 500 milliards d'euros.

Graphique 12 : Émissions de titres de dette sécurisée en Europe
(en milliards d'euros)



Sources : AMF, Bloomberg.

Graphique 13 : Iboxx Euro Covered 1-10 ans
(en %)

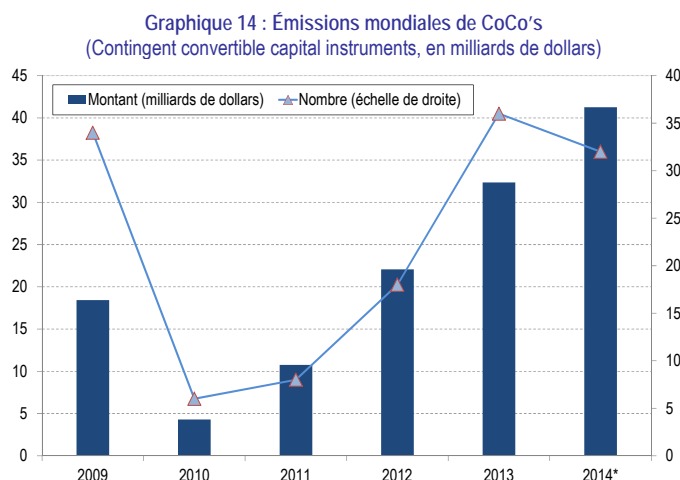


Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 14/05/2014

Cette tendance pourrait néanmoins évoluer en raison des changements réglementaires à l'œuvre en Europe, susceptibles de renforcer l'intérêt des acteurs pour ces instruments de placement mais aussi et surtout, de financement. Ainsi, la directive en matière de rétablissement et de résolution des crises bancaires (*Banking Recovery and Resolution Directive* – BRRD) les exclut-elle du champ du *bail-in*. Pour sa part, la directive CRD IV traite les obligations sécurisées de manière globalement favorable, qu'il s'agisse des exigences du ratio de liquidité à court terme, en comparaison notamment des produits de titrisation. La transparence croissante sur ce segment de marché pourrait également participer au raffermissement de l'activité.

Les besoins en fonds propres des banques favorisent les émissions de titres hybrides tels que les CoCos en Europe

En revanche, les émissions d'obligations contingentes (*Contingent Convertible bonds* ou *CoCos*) sont apparues particulièrement dynamiques. En 2013, elles ont ainsi avoisiné 30 milliards de dollars, montant certes limité comparé au montant des émissions obligataires mais en fort et constant développement depuis 2011 (Graphique 14). Dans un contexte de taux d'intérêt faibles, les *CoCos* apparaissent en effet comme un instrument attractif pour les investisseurs en quête de rendement (ces opérations servant des intérêts élevés, généralement compris entre 6 et 9 %). En contrepartie, ces obligations sont plus risquées que des obligations classiques, et impliquent plus fortement les créanciers si l'émetteur venait à connaître de graves difficultés financières. Pour les banques émettrices – européennes pour l'essentiel, asiatiques dans une moindre mesure –, les *CoCos* sont un moyen de renforcer leurs fonds propres réglementaires, puisqu'ils peuvent être intégrés avec Bâle III dans le capital réglementaire de niveau 2 (*Tier 2*), voire dans les fonds propres complémentaires de niveau 1 (*Tier 1*). En l'occurrence, il apparaît que les émissions réalisées en 2013 et sur les premiers mois de 2014 –pour l'essentiel par des banques européennes, asiatiques dans une moindre mesure– prévoient dans la plupart des cas que les titres émis fassent l'objet de dépréciation si le ratio de fonds propres Tier 1 de la banque baisse en deçà d'un seuil prédéfini.



Sources : AMF, Bloomberg. Note *: Données au 22/05/2014

Pour autant, les caractéristiques des CoCos peuvent varier fortement selon notamment le type de clauses utilisées (clause automatique ou discrétionnaire ; déclenchement à l'initiative de la banque ou du superviseur), le niveau du seuil de déclenchement (élevé ou non), le caractère plus ou moins complexe de la clause de déclenchement et le mécanisme d'absorption des pertes (conversion des obligations en actions ou application d'une décote et/ou report du versement du coupon)³. Cette diversité, qui a eu tendance à croître avec l'essor de ce segment de marché⁴, témoigne de l'adaptabilité et de la capacité des CoCos d'apparaître comme un outil sur mesure. En même temps, parce qu'elle peut nuire à une bonne compréhension du produit ou à l'apparition de conflits d'intérêts entre créanciers et actionnaires (qui doivent en principe absorber les pertes en premiers), cette hétérogénéité peut également constituer un frein important à son développement et doit demeurer en tout état de cause un point d'attention pour le régulateur. A titre d'exemple, les CoCos pouvant être convertis en actions appellent une vigilance particulière des autorités de régulation, notamment lorsque les détenteurs de ces titres sont des arbitragistes ou, de manière plus générale, des investisseurs de court terme. Dans ce cas en effet, le risque que ne se produisent des anticipations auto-réalisatrices déstabilisantes (l'anticipation de la conversion contribue à la baisse du prix des actions, qui dégrade la situation de la banque et conduit in fine à la conversion effective des titres) n'est pas nul. De même, si le seuil de déclenchement est fixé à un niveau trop bas, la situation d'une banque peut être déjà dégradée dans des proportions telles que sa structure de capital est alors insuffisante pour lui permettre de se maintenir en activité. En d'autres termes, les CoCos ne constituent pas nécessairement un outil approprié pour renforcer la solidité financière d'une banque émettrice, mais sont susceptibles, dans des situations de fortes tensions, d'en accroître la fragilité.

Le développement des financements alternatifs au crédit bancaire s'est poursuivi en France

Pour leur part, les émissions d'obligations réalisées par les entreprises privées ont connu en 2013 des évolutions contrastées selon la zone géographique considérée. Elles sont ainsi restées globalement soutenues en 2013 aux États-Unis, affichant une légère progression (+ 2 % sur un an) à plus de 610 milliards de dollars. En France, les entreprises privées ont également accru leur recours à l'endettement obligataire (+ 7 %), y compris les PME, qui ont bénéficié en 2012 de plusieurs initiatives en ce sens, telle que la création de fonds

³ Avdjiev et alii (2013): « CoCos: a primer », Revue trimestrielle, Banque des règlements internationaux, septembre.

⁴ Pour une analyse comparée des caractéristiques des émissions récentes, voir par exemple Boulad-Traversini *et alii* (2014) : « Additional Tier 1 Contingent Capital: Securities Have Common Features, but Structural Differences Pose Degrees of Credit Risk to Investors », Moody's Investors Services, février.

obligataires dédiés, à l'image du fonds Micado 2018, ainsi le développement du marché de l'Euro PP⁵. A côté du financement obligataire, d'autres types de financement alternatifs au crédit bancaire ont continué de se développer en 2013, à l'image du financement participatif (*crowdfunding*).

Encadré 1 : Le financement de l'économie (*crowdfunding*)

Dans un contexte où les petites et moyennes entreprises (PME) doivent faire face à de nombreuses difficultés pour accéder aux sources traditionnelles de financement, le financement participatif ou *crowdfunding* s'est développé, notamment grâce à internet, et apparaît comme une source possible de financement pour les PME. Cependant, il est difficile d'obtenir des données chiffrées fiables sur son développement, en sachant que ce financement alternatif est très loin de pouvoir atteindre les montants du financement bancaire.

Selon certaines estimations, alors que le marché du financement participatif ne représentait que 7,9 millions d'euros en France en 2011, il a atteint plus de 78 millions d'euros en 2013⁶. A l'échelle mondiale son développement est rapide puisque plus de 5,1 milliards de dollars de fonds ont été levés en 2013⁷, contre 1,1 milliard de dollars en 2011.

1/ Le financement participatif : une notion générique qui recouvre des modèles économiques variés

Le financement participatif n'a pas de définition juridique. La Commission européenne considère qu'il désigne « *un appel ouvert au grand public afin de collecter des fonds pour un projet spécifique*⁸ ». Les fonds –généralement de petits montants– sont levés le plus souvent *via* internet. Les projets financés sont de nature artistique, humanitaire, sociale ou entrepreneuriale, et contiennent la plupart du temps une dimension de proximité et/ou défendent certaines valeurs. Ainsi, le caractère plus « affectif » de cette forme de financement la différencie des autres moyens traditionnels.

En outre, le financement participatif est une notion générique qui recouvre plusieurs formes de financement dont les modèles économiques et les risques afférents diffèrent. Il convient usuellement de différencier deux sortes de financement participatif. D'une part, les systèmes basés sur le don, les récompenses et les préventes, qui n'impliquent pas de contrepartie pécuniaire. D'autre part, le prêt (avec intérêts ou non) et l'investissement participatif, qui peuvent engendrer un retour sur investissement. Cette dernière forme étant la plus risquée pour les investisseurs, les régulateurs (ACPR et AMF) ont analysé les risques et opportunités liés au *crowdfunding* dès 2011.

2/ Un fort potentiel de développement

Si, selon une étude publiée par l'OICV⁹, le financement participatif ne constitue pas un risque systémique, il soulève toutefois un certain nombre de préoccupations. A cet égard, le marché de l'investissement participatif est particulièrement risqué selon les régulateurs¹⁰. En effet, le marché n'est pas liquide –les parts émises par les entités financières ne sont pas négociables sur un marché secondaire–, le risque de dilution du capital est fort et le taux de défaillance à moyen terme des sociétés qui font appel au financement participatif est élevé.

Néanmoins, les retombées attendues du financement participatif pourraient être fortes, notamment en termes de créations d'emplois, de recherche et d'innovation. Il pourrait contribuer à mobiliser des fonds pour des investissements à long terme, condition d'une croissance durable.

Ce canal de financement représente également une source croissante de financement pour les *start-ups* et les PME, et peut devenir une alternative aux canaux de financement classiques, notamment le crédit bancaire dont les PME restent très dépendantes.

La Commission européenne rappelle certes que la portée limitée du financement participatif ne lui permettra pas de combler les besoins des PME en termes de financement. Toutefois, il peut constituer un nouveau maillon dans la chaîne de financement existante. Il répond à des besoins de financement qui ne peuvent pas être couverts par les acteurs classiques du financement compte tenu de leur relative aversion aux risques liés aux sociétés en phase d'amorçage.

⁵ Voir Anne Demartini (2013) : « Quelle est l'importance du placement privé dans les émissions obligataires des entreprises françaises ? », Lettre économique et financière de l'AMF N°4.

⁶ Baromètre 2013 du *crowdfunding* en France réalisé par Compinnov en partenariat avec l'association Financement Participatif France.

⁷ *Crowdfunding Industry Report*. Massolution. juin 2013.

⁸ *Libérer le potentiel du financement participatif dans l'union européenne*. Communication de la commission au parlement européen, au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions 27 mars 2014.

⁹ *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO. 5 février 2014.

¹⁰ *Responses to the public consultation on crowdfunding in the EU*. Commission européenne, mars 2014.

Outre son rôle d'alternative au financement bancaire, le *crowdfunding* peut également intervenir en complément du crédit bancaire. Les banques commencent d'ailleurs à s'engager de plus en plus activement dans des projets de *crowdfunding* en proposant des co-financements ou des partenariats avec des plateformes.

3/ La France met en place un cadre réglementaire susceptible de favoriser le développement du financement participatif

Eu égard aux risques mais surtout aux opportunités susmentionnés, les pouvoirs publics et les régulateurs ont été conduits à adopter des réglementations proportionnées pour trouver un équilibre entre développement du *crowdfunding* et protection des épargnants.

Le financement participatif relève de plusieurs réglementations bancaires et financières. Afin de clarifier les réglementations existantes applicables au *crowdfunding* et réduire l'incertitude juridique, l'ACPR et l'AMF ont publié en mai 2013 deux guides respectivement destinés aux porteurs de projets et au grand public.

Toutefois, le cadre de régulation existant étant trop contraignant, une inaction de la part des autorités aurait pu freiner le développement du financement participatif. Dès lors, l'ACPR, l'AMF et le Ministère de l'Economie et des Finances ont proposé en février 2014, à l'issue d'une consultation publique, un cadre favorable dédié spécifiquement au financement participatif tout en s'assurant de la protection des investisseurs, faisant de la France un pays pionnier en matière de régulation du financement participatif¹¹. L'ordonnance n° 2014-559 du 30 mai 2014 relative au financement participatif rentre en vigueur le 1^{er} octobre 2014.

Parmi les principales réformes, s'agissant des émetteurs, les sociétés par actions simplifiées (SAS) pourront réaliser une offre au public de titres financiers, exclusivement via une plateforme de financement participatif. Afin d'alléger les contraintes réglementaires des émetteurs, le seuil de dispense de prospectus (en cas d'offre portant sur plus de la moitié du capital) a été relevé de 100 000 à 1 000 000 d'euros.

S'agissant des plateformes de *crowdfunding*, deux statuts spécifiques ont été créés et seront cumulables, celui de conseiller en investissements participatifs (CIP) pour l'investissement participatif et celui d'intermédiaire en financement participatif (IFP) pour le prêt. Ces statuts apportent une grande flexibilité pour les plateformes de *crowdfunding*, qui s'engagent en contrepartie à respecter des obligations d'information sur les risques, les coûts et les grandes caractéristiques des émetteurs. Ils constituent pour les plateformes une première étape avant le statut de prestataire de services d'investissement, susceptible de bénéficier du passeport européen.

4/ Le financement participatif en Europe

L'atelier « *Le financement participatif : exploiter son potentiel, réduire les risques* », organisé par la Commission européenne en juin 2013, a posé les bases d'une réflexion sur cette nouvelle forme de financement. Après avoir lancé une consultation publique « *Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*¹² » fin 2013, la Commission européenne a publié le 27 mars 2014 sa communication « *Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne* » qui prévoit une série d'actions, à savoir la réalisation de plusieurs études exploratoires et la possibilité de créer un label de qualité européen, dans le but de promouvoir et sensibiliser toutes les parties prenantes sur le *crowdfunding*.

Plusieurs pays ont régulé le *crowdfunding* ou sont sur le point de le faire (Italie, Royaume-Uni, États-Unis, Canada, Espagne...). En Europe, la très grande hétérogénéité de traitement du financement participatif crée une certaine insécurité juridique et accroît le risque de fragmentation progressive du marché intérieur, ce qui amène la Commission européenne à s'interroger sur l'opportunité d'un cadre réglementaire harmonisé¹³. Un des principaux défis à moyen terme sera donc de favoriser le développement de la fourniture transfrontalière de services par les plateformes de financement participatif au sein de l'Europe.

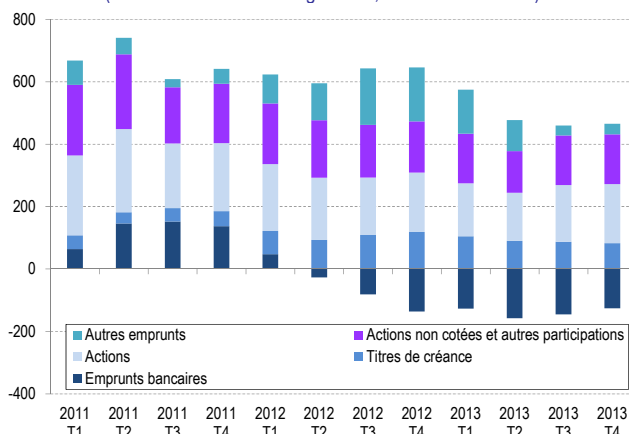
En revanche, dans la zone euro, les émissions obligataires réalisées par les sociétés non financières du secteur privé ont sensiblement ralenti. D'une manière plus générale, il semble que les entreprises européennes aient globalement poursuivi leur effort de désendettement en 2013 (Graphique 15).

¹¹ *Un nouveau cadre pour faciliter le développement du financement participatif*. ACPR-AMF-Ministère de l'économie et des finances, 30 septembre 2013.

¹² http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.html

¹³ *Libérer le potentiel du financement participatif dans l'union européenne*. Communication de la commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions 27 mars 2014.

Graphique 15 : Financement des entreprises dans la zone euro
 (flux nets sur 4 trimestres glissants, en milliards d'euros)

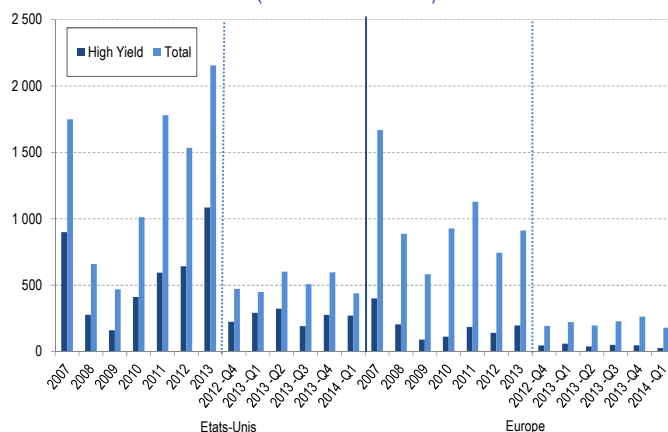


Sources : AMF, Banque Centrale Européenne.

Les prêts syndiqués ont connu un net rebond en Europe et aux États-Unis

Fait notable, l'activité sur le marché des prêts syndiqués a en revanche connu un net rebond, en lien avec le niveau faible des coûts de financement et le redémarrage de l'activité en 2013. Aux États-Unis, les prêts accordés ont avoisiné 2 200 milliards de dollars en 2013 (+ 40 % par rapport à 2012) et sont restés dynamiques début 2014, avec des volumes cumulés sur un an en hausse de plus de 30 %. Un mouvement comparable a pu être observé en Europe, bien que de moindre ampleur, avec en outre un sensible essoufflement sur les premiers mois de 2014 : alors qu'ils avaient reculé de plus de 30 % en 2012, les prêts octroyés ont progressé de 23 % en 2013 et les volumes cumulés sur un an affichaient une hausse de 7 % au premier trimestre 2014 par rapport à la même période de l'année précédente. Le segment du *high yield* est particulièrement actif en Europe (+ 40 % en 2013) où il représente un cinquième du marché (contre la moitié aux États-Unis).

Graphique 16 : Évolution des prêts syndiqués en Europe et aux États-Unis
 (en milliards de dollars)



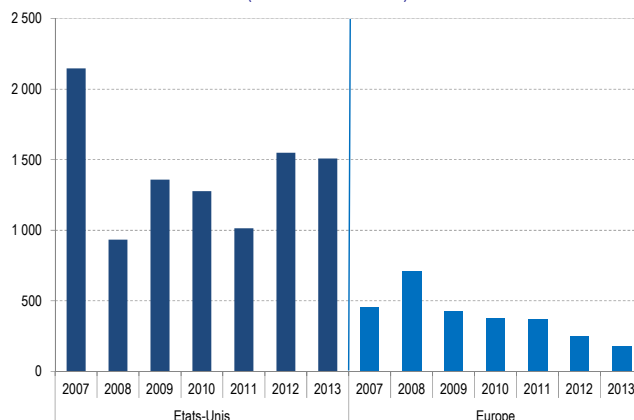
Sources : AMF, Bloomberg.

1.2. Le marché de la titrisation peine à redémarrer, surtout en Europe

Bien que les produits de titrisation soient restés attractifs pour des investisseurs en quête de rendement, l'activité sur ce marché est apparue morose en 2013. Elle a ainsi marqué le pas aux États-Unis, les émissions ayant connu un repli de 2,7 % sur l'année, à 1 510 milliards d'euros, en lien avec le ralentissement économique, après il est vrai un rebond de plus de 50 % enregistré en 2012 (Graphique 17). Cette atonie reflète avant tout un net

infléchissement des émissions de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) et garantis par les agences fédérales (-7 % à quelque 1 240 milliards de dollars), qui étaient apparues particulièrement dynamiques en 2012. Il convient toutefois de noter un sensible raffermissement des opérations sur le segment des MBS non garantis et sur celui des CDO, bien que portant sur des volumes relativement limités (une soixantaine de milliards de dollars au total). Cette situation pourrait évoluer compte tenu de l'amélioration du climat conjoncturel, de la bonne tenue de la consommation des ménages et de la reprise du marché immobilier.

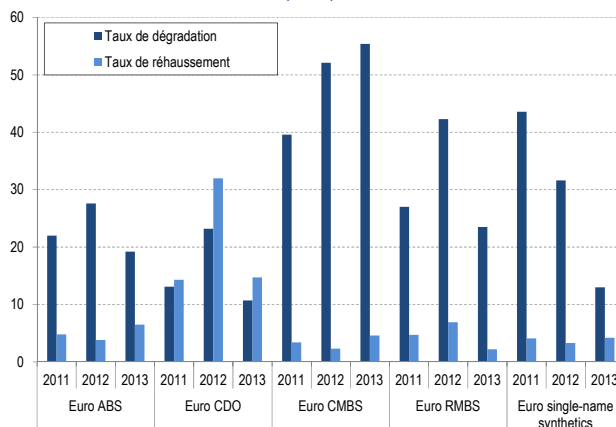
Graphique 17 : Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis (en milliards d'euros)



Sources : AMF, AFME.

En Europe, malgré la sortie de la récession à l'été 2013 et une amélioration significative de la qualité du crédit sur la quasi-totalité des segments de marché, à l'exception des CMBS (Graphique 18), les émissions de produits de financement structuré sont restées atones, repassant même sous le seuil des 200 milliards d'euros et ce, pour la première fois depuis 10 ans. Cette situation reflète la morosité du marché du crédit européen, mais également des facteurs réglementaires encore relativement défavorables aux produits de titrisation comparés à d'autres types d'instruments de dette, malgré les mesures d'assouplissement des règles envisagées notamment dans le cadre de la mise en œuvre de Solvabilité II pour les compagnies d'assurance et, s'agissant des banques, du ratio de liquidité à court terme (LCR).

Graphique 18 : Évolution des taux de migration par classes d'actifs au sein de la zone EMEA (en %)

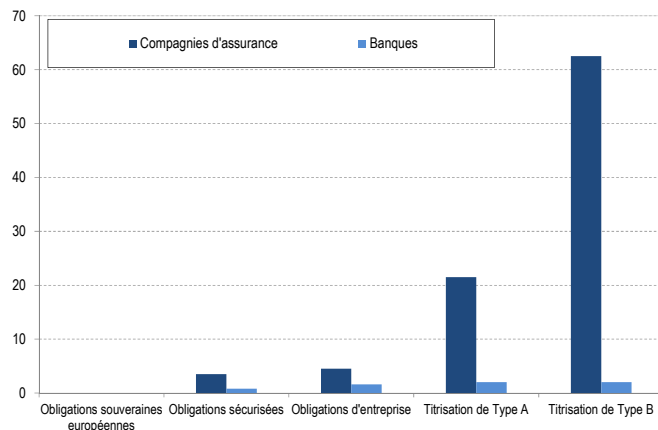


Sources : AMF, Standard&Poor's.

Des évolutions notables dans les projets de réglementations prudentielles

Dans une communication au Parlement européen et au Conseil fin mars 2014, la Commission européenne a en effet insisté sur la nécessité de corriger les éventuels effets indésirables des réglementations sur l'investissement de long terme, en particulier celles ayant trait à la titrisation. En particulier, elle s'est engagée à cette occasion à prendre en compte, pour l'élaboration des actes délégués associés à la directive Solvabilité II, les préconisations de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP, EIOPA en anglais)¹⁴ formulées à sa demande dans un rapport publié fin 2013¹⁵. En effet, dans ce rapport, l'AEAPP avait proposé des mesures visant à soutenir le développement d'une titrisation qui soit favorable à la croissance, tout en s'inscrivant dans un cadre réglementaire adapté et sécurisé. Les investissements dans des produits répondant à cet objectif se verraient ainsi appliquer des exigences en fonds propres allégées¹⁶. Pour autant, malgré ces modifications, les produits de titrisation -y compris les moins risqués d'entre eux- pourraient faire l'objet d'un arbitrage réglementaire puisqu'ils resteraient soumis à des charges en capital largement supérieures à celles applicables à d'autres produits de dette, mais également, quel que soit le produit, aux niveaux de contraintes auxquels seraient soumises les banques. Selon les estimations de Standard&Poor's, les exigences en fonds propres pour un instrument de dette noté AAA et de maturité 5 ans seraient par exemple près de 5 fois plus importantes dans le cas d'une titrisation considérée comme optimale (« titrisation de Type A ») par rapport à une obligation d'entreprise.

Graphique 19 : Estimation des exigences de charges de capital standardisées sur le risque de *spread* selon le type de produits et d'investisseur (produit noté AAA de maturité 5 ans, en %)



Sources : AMF, Standard&Poor's, à partir des spécifications de l'AEAPP (décembre 2013), de la BRI (document de consultation de décembre 2013).

De manière similaire, s'agissant du secteur bancaire, le Comité de Bâle (BCBS) a procédé en janvier 2014 à des modifications significatives du LCR. Ce dernier impose aux banques de disposer de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité (*high-quality liquid assets*, HQLA) pour pouvoir faire face à une crise de liquidité pendant 30 jours. Deux grandes catégories d'HQLA (niveau 1 ou 2) sont ainsi définies, le niveau de classement ayant une influence sur le taux de décote (moins élevé pour le niveau 1) appliqué aux instruments et

¹⁴ Communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur le financement à long terme de l'économie européenne, 27/03/2014.

¹⁵ « *Technical Report on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long Term Investments* », 19/12/2013

¹⁶ Une titrisation optimale au sens de l'AEAPP est un produit répondant à un certain nombre de critères, certains étant dérivés des critères d'éligibilité au refinancement de la BCE. Ceux-ci comprennent, outre des critères de durée, notation et séniorité, des critères relatifs notamment à la structuration du produit, à la qualité des actifs sous-jacents et au degré de transparence vis-à-vis du marché. L'AEAPP propose ainsi notamment de modifier le recalibrage des exigences de fonds propres standardisées (par opposition aux charges en capital calculées par le biais d'un modèle interne) destinées à couvrir le risque de *spread* (i.e. la sensibilité aux variations affectant le niveau ou la volatilité des *spreads* de crédit par rapport à la courbe des taux d'intérêt sans risque).

sur le poids maximal autorisé de ces actifs dans le portefeuille de la banque (plus élevé dans le niveau 1). Fait notable, la nouvelle approche n'exclut pas que certains produits de titrisation puissent être considérés comme des HQLA. Toutefois, aucun produit de titrisation ne peut accéder au niveau 1, contrairement à des obligations d'entreprise de notation identique, cette différence de traitement se justifiant par une liquidité moindre par rapport à d'autres classes d'actifs¹⁷. Dans le même temps, le Comité a publié un document de consultation apportant des aménagements au ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*, NSFR), dont l'objectif est de garantir que les banques disposent de sources de financement à un an suffisantes, modifications soumises à consultation. En particulier, alors que, dans le projet précédent, les instruments de titrisation se voyaient appliquer un montant équivalent de ressources stables, cette proportion est abaissée à 85 % pour les actifs titrisés non admis comme HQLA, voire à 50 % pour les actifs HQLA. Pour autant, comme pour le LCR, les exigences réglementaires apparaissent plus dures pour les actifs titrisés, ce qui pourrait là aussi désinciter les banques à détenir ces produits.

Il convient toutefois de souligner la multiplication d'initiatives favorables à la relance du marché, parmi lesquelles le lancement en avril 2014 d'une plateforme de titrisation commune sur la place de Paris, destinée à refinancer les créances bancaires de petite taille (notamment aux PME). Ce véhicule, nommé ESNI (*Euro Secured Notes Issuer*), est une société de titrisation au sein de laquelle chaque établissement de crédit participant dispose de son propre compartiment indépendant. L'ESNI présente plusieurs particularités. En premier lieu, la titrisation n'est pas déconsolidante : les créances bancaires titrisées restent au bilan des banques (à l'image des obligations sécurisées). En second lieu, bien que les titres qui ne sont pas destinés à être cotés sur un marché réglementé ne soient pas notés, les créances titrisées devront néanmoins présenter une qualité de crédit minimale, mesurée par la cotation Banque de France ou les modèles internes de notation des banques. Enfin, les titres ne seront pas tranchés.

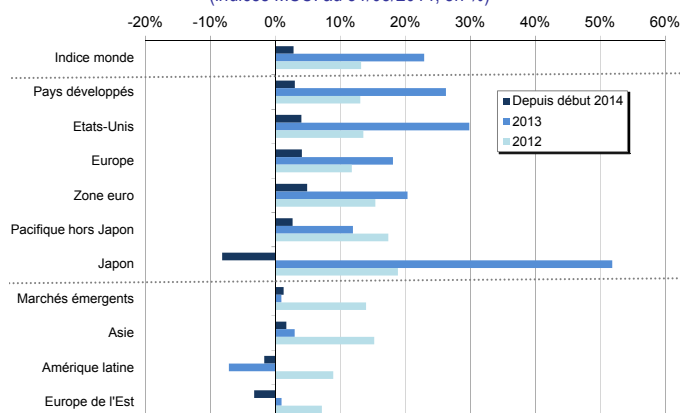
1.3. Les interventions des banques centrales et le contexte économique ont eu un impact déterminant sur les marchés d'actions

Des performances boursières très hétérogènes

Les marchés d'actions ont connu des évolutions contrastées en 2013. D'un côté, les pays émergents ont globalement pâti de la faiblesse du commerce mondial et du début d'un resserrement monétaire aux États-Unis. L'indice MSCI émergent a ainsi progressé de moins de 1 % en 2013 et sur les premiers mois de 2014 (Graphique 20). Pour autant, les différentes bourses n'ont pas été affectées de manière uniforme : celles enregistrant les replis les plus importants étant également celles qui, comme au Brésil, présentent des déséquilibres structurels importants et/ou étant les plus dépendants des capitaux internationaux.

¹⁷ Report on appropriate uniform definition of extremely high-quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Art 509(3) and (5) CRR, Autorité bancaire européenne, 20 décembre 2013.

Graphique 20 : Évolution des principaux indices actions selon les zones géographiques
(indices MSCI au 31/05/2014, en %)



Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream.

Des marchés développés particulièrement performants

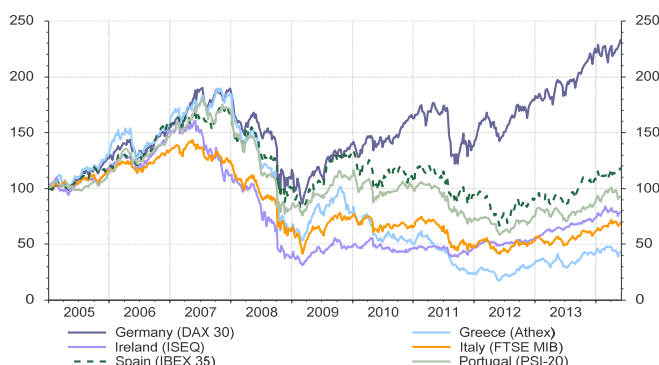
A l'inverse, l'amélioration des perspectives économiques aux États-Unis (due en grande partie à la solidité de la demande interne) et, dans une moindre mesure, en Europe, a contribué au retour de la confiance sur les marchés d'actions de part et d'autre de l'Atlantique en 2013. Surtout, et de manière plus générale, le maintien de politiques monétaires accommodantes a également constitué un puissant soutien aux marchés d'actions dans les pays développés. Aux États-Unis, les principaux indices ont affiché de belles performances en 2013 (+ 29,6 % pour le S&P 500, voire, + 38,3 % pour le Nasdaq composite - Tableau 1). Cette tendance s'est confirmée début 2014, leur permettant d'atteindre des plus hauts. Au Japon, la politique monétaire ultra-accommodante s'est traduite par des achats massifs d'obligations d'État par la Banque centrale, amenant les investisseurs à se reporter vers d'autres classes d'actifs, au premier rang desquelles les actions. Après +23 % l'année précédente, le Nikkeï a ainsi progressé de près de 57 % en 2013, avant de se replier sur les premiers mois de 2014. En Europe, les valeurs boursières sont également apparues bien orientées, y compris dans les pays périphériques de la zone euro, notamment l'Irlande, l'Espagne ou la Grèce, qui ont bénéficié d'une amélioration de leurs fondamentaux et du rapatriement des capitaux des zones émergentes à partir du printemps par des investisseurs toujours en quête de rendement (Graphique 21). Dans certains pays européens, les indices atteignant même des niveaux historiquement élevés début 2014, à l'image du DAX 30 ou du FTSE 100.

Tableau 1 : Performances des principaux indices actions

	Valeur le 12-05-14	Valeur maximale depuis 10 ans/date	Variation depuis début 2014	Variation		
				2013	2012	
DOW JONES INDUSTRIALS	16 695,5	16 695,5	12/05/14	0,7 %	26,5 %	7,3 %
S&P 500 COMPOSITE	1 896,7	1 896,7	12/05/14	2,6 %	29,6 %	13,4 %
NASDAQ COMPOSITE	4 143,9	4 358,0	05/03/14	-0,8 %	38,3 %	15,9 %
CAC 40	4 493,7	6 168,2	01/06/07	4,6 %	18,0 %	15,2 %
DAX 30	9 702,5	9 743,0	17/01/14	1,6 %	25,5 %	29,1 %
FTSE 100	6 851,8	6 865,9	24/02/14	1,5 %	14,4 %	5,8 %
FTSE MIB INDEX	21 493,7	44 364,4	18/05/07	13,3 %	16,6 %	7,8 %
EURO STOXX 50	3 207,0	4 557,6	16/07/07	3,2 %	17,9 %	13,8 %
NIKKEI 225	14 149,5	18 262,0	09/07/07	-13,1 %	56,7 %	22,9 %

Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream.

Graphique 21: Évolution des indices actions en Allemagne et les principaux pays périphériques de la zone euro (base 100 au 1^{er} janvier 2005)

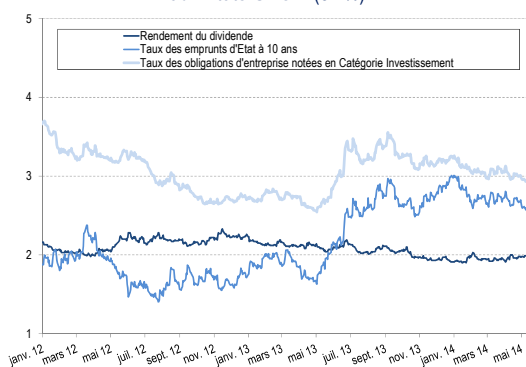


Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 30/05/2014.

Les plus-values boursières se sont conjuguées à des politiques de distribution toujours généreuses vis-à-vis des actionnaires

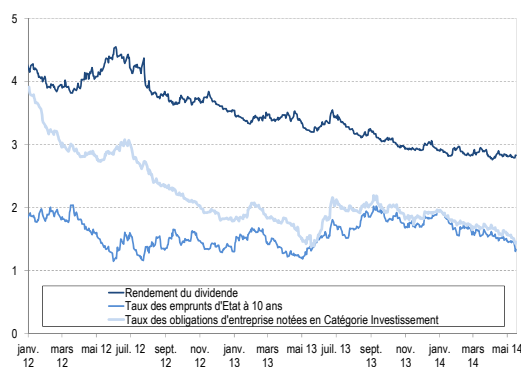
Outre des performances boursières largement positives dans leur ensemble, les actionnaires ont bénéficié en 2013 de politiques de distribution toujours favorables. Les versements de dividendes sont ainsi apparus en hausse de près de 3 % au niveau mondial atteignant un niveau record à plus de 1 000 milliards, selon Henderson Global Investors. Aux États-Unis, les dividendes versés par les sociétés du S&P 500 se sont élevés à 330 milliards de dollars, soit une hausse de 6 % par rapport à 2012. En France, leur montant est resté quasi-stable à 36 milliards d'euros pour les sociétés du CAC 40, versés essentiellement en numéraire. Néanmoins, du fait de la bonne orientation des marchés d'actions, le taux de rendement des dividendes a continué de s'infléchir en 2013 aux États-Unis, où il est même devenu inférieur au rendement des emprunts d'État, lorsque ces derniers ont connu de fortes tensions au printemps (Graphique 22). En Europe, en revanche, bien que sa baisse ait été plus marquée, le rendement des dividendes est resté à des niveaux largement supérieurs aux rendements des obligations d'États et d'entreprises notées en catégorie investissement tout au long de l'année 2013 et sur les premiers mois de 2014 (Graphique 23).

Graphique 22 : Rendements des dividendes, des emprunts obligataires souverains et des entreprises notées dans la catégorie investissement aux États-Unis... (en %)



Sources : AMF, Bloomberg et Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 16/05/2014.

Graphique 23 : ...et dans la zone euro (en %)



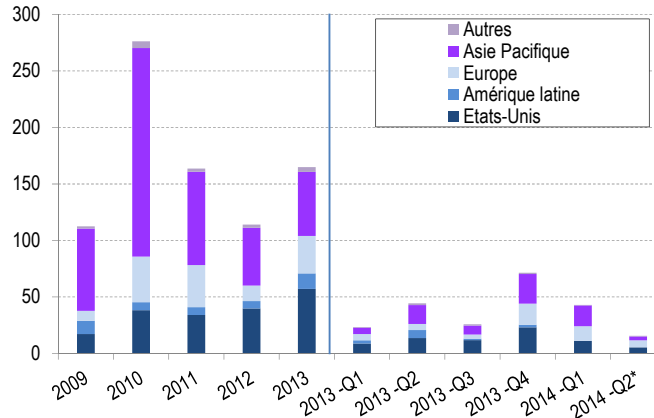
Sources : AMF, Bloomberg et Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 16/05/2014.

Dans un contexte de rebond boursier, les sociétés cotées ont également procédé à d'importants rachats d'actions. Ces derniers auraient ainsi atteint pour l'indice S&P 500 477 milliards de dollars, soit le niveau le plus élevé depuis le déclenchement de la crise, en hausse de plus de 23 % par rapport à 2012 selon Factset. En France, les montants bruts des rachats d'actions effectués par les entreprises du CAC 40 ont atteint 13,2 milliards d'euros, soit une hausse d'environ 20 % par rapport à 2012 (source AMF).

La reprise des opérations d'introductions en bourse se confirme dans l'ensemble des zones géographiques

Sur le marché des introductions en bourse, le mouvement de reprise, amorcé en 2012 aux États-Unis, s'est confirmé en 2013, s'étendant progressivement à l'ensemble des zones géographiques. Sur l'ensemble de l'année 2013, les capitaux levés au niveau mondial lors de ces opérations ont progressé de 45 %, à 165 milliards de dollars, cette tendance se poursuivant sur les premiers mois de 2014 (Graphique 24).

Graphique 24 : Capitaux levés lors des introductions en bourse selon les zones géographiques (en milliards de dollars)



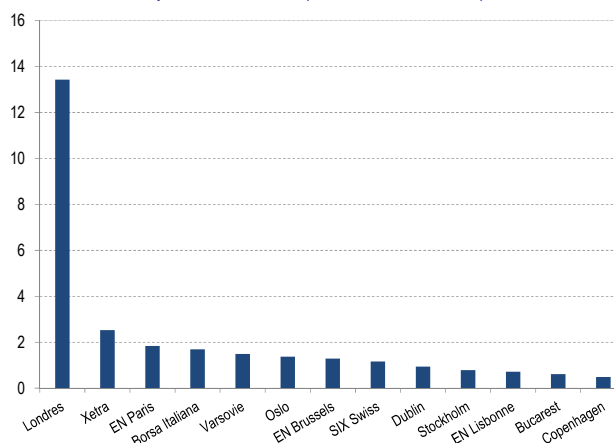
Sources : AMF, Bloomberg.

Fait particulièrement remarquable, les levées de fonds sont restées très dynamiques en Asie malgré la fermeture du marché chinois des IPO entre novembre 2012 et fin 2013¹⁸. En particulier, les places de Hong-Kong, de Tokyo et de Thaïlande ont été particulièrement attractives et se placent parmi les premiers rangs en termes de montant des capitaux levés, derrière New York (respectivement aux 2^e, 4^e et 6^e places).

En Europe, l'activité, qui peinait jusque-là à redémarrer, a connu un très net rebond fin 2013. Sur l'ensemble de l'année, le montant des capitaux levés a plus que doublé, à plus de 30 milliards de dollars - dont près de la moitié à Londres (Graphique 25). À Paris, le nombre d'introductions en bourse est resté quasiment stable sur Alternext en 2013 (avec 6 opérations contre 5 en 2012), tandis qu'il a légèrement progressé sur Euronext (une quinzaine d'opérations en 2013 contre 10 opérations en 2012). Surtout, les capitaux levés à Paris ont fortement progressé, à près de 1,4 milliard d'euros en 2013 (contre moins de 300 millions d'euros en 2012), mais ils atteignent déjà le double (2,8 milliards d'euros) au 1^{er} semestre 2014.

¹⁸ Cette décision était intervenue afin d'éviter la surchauffe boursière sur les places financières de Shanghai et de Shenzhen et de mettre en œuvre des mesures destinées à améliorer le processus d'introduction en bourse et la qualité des entreprises cotées.

Graphique 25 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe en 2013 selon la place de cotation (en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

Les fonds de capital investissement à l'origine de plus du tiers de introductions en bourse

La bonne orientation des marchés d'actions a permis aux fonds de capital investissement de procéder à des cessions d'actifs sur les marchés, comme l'illustrent les introductions en bourse aux États-Unis de Plains GP Holdings, Hilton ou Twitter (Tableau 2) ou, en France, de Numericable ou de Tarkett. Au total, ces opérations ont avoisiné 57 milliards de dollars en 2013, soit plus du tiers des montants de capitaux levés au cours de l'année. Les performances boursières expliquent également en grande partie le rebond des privatisations, à l'image de celle de Royal Mail au Royaume-Uni.

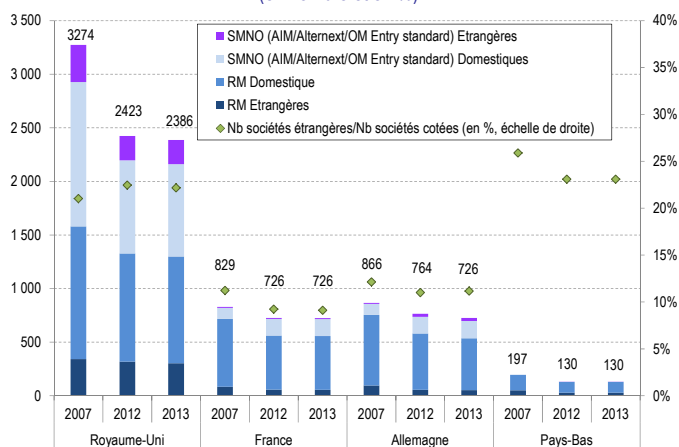
Tableau 2 : Palmarès des introductions en bourse (01/01/2013 - 02/05/2014)

Date	Nom	Montant (milliards de dollars)	Pays	Secteur	Bourse
29/04/2013	BB Seguridade Participacoes	5,7	Brésil	Assurance	BM&FBOVESPA
24/06/2013	Suntory Beverage & Food Ltd	4,0	Japon	Alimentation	Tokyo
22/01/2014	HK Electric Investments SS	3,1	Hong Kong	Serv. collectifs	Hong Kong
10/03/2014	Japan Display Inc	3,1	Japon	Electronique	Tokyo
15/10/2013	Plains GP Holdings LP CLA	2,9	États-Unis	Énergie	New York
10/10/2013	Royal Mail Plc	2,7	Royaume-Uni	Transport	London
11/12/2013	Hilton Worldwilde Holdings Inc	2,7	États-Unis	Hôtellerie	New York
05/12/2013	China Cinda Asset Management	2,7	Chine	Serv. financiers	Hong Kong
31/01/2013	Zoetis Inc	2,6	États-Unis	Pharmacie	New York
05/04/2013	BTS Rail Mass Transit G Fund	2,1	Thaïlande	Transport	Bangkok
06/11/2013	Twitter Inc	2,1	États-Unis	Internet	New York

Sources : AMF, Bloomberg. Note : en grisées : les opérations impliquant des fonds de private equity

Dans le même temps, le nombre de radiations est apparu en net retrait : à Paris, 26 retraits de la cote hors transferts ont été enregistrés en 2013 sur Euronext et Alternext, contre 48 en 2012, dont seulement deux consécutives à une faillite. En conséquence, le mouvement d'érosion de la cote observé en Europe au cours des années récentes a ralenti (Allemagne, Royaume-Uni), voire s'est interrompu, comme à Paris ou à Amsterdam (Graphique 26).

Graphique 26 : Évolution du nombre de sociétés cotées
(en nombre et en %)

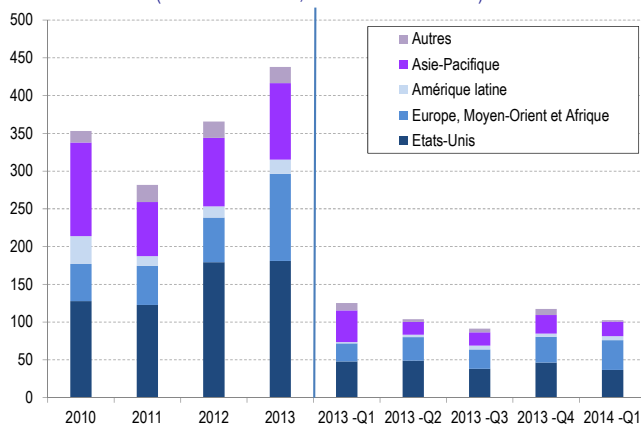


Sources : AMF, Entreprises de marché.

Le rebond des fusions et acquisitions a constitué un puissant soutien aux émissions d'actions

Pour leur part, les appels au marché des sociétés déjà cotées sont également apparus particulièrement dynamiques en 2013. Au niveau mondial, le montant des augmentations de capital a ainsi avoisiné 440 milliards de dollars en 2013, en hausse de 20 % par rapport à 2012 (Graphique 27). En Europe comme en France, le marché s'est avéré très actif, avec un doublement des volumes émis en 2013. A Paris, ils ont ainsi atteint 5,4 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année (contre 2,6 milliards en 2012) et 2,4 milliards d'euros sur les quatre premiers mois de 2014.

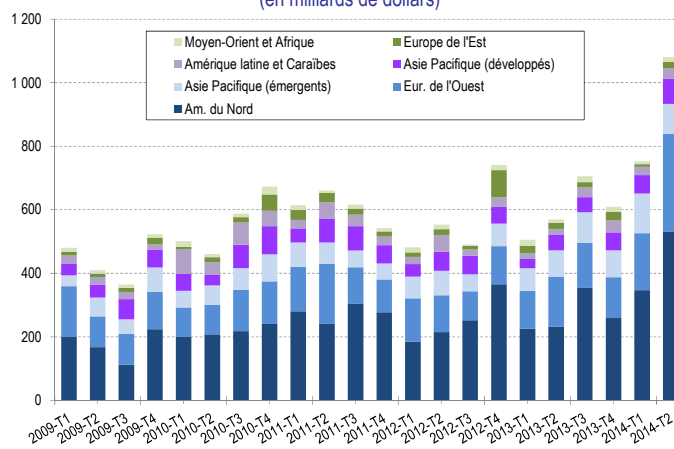
Graphique 27 : Émissions d'actions cotées au niveau mondial
(hors introductions, en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

Ce mouvement s'explique en partie par la reprise des opérations de croissance externe au second semestre 2013, qui ont bénéficié de l'amélioration des perspectives de croissance dans la plupart des pays développés et du niveau historiquement faible des coûts de financement. L'activité sur le marché des fusions et acquisitions s'est ainsi inscrite en hausse de 7 % en 2013 au niveau mondial à près de 2 600 milliards de dollars, retrouvant les niveaux d'avant crise (Graphique 28). Elle est en outre restée dynamique au premier trimestre 2014, notamment aux États-Unis. Enfin, le retour d'opérations de grande taille a été observé, comme l'illustre le rachat aux États-Unis de Cellco par Verizon pour un montant de plus de 130 milliards de dollars.

Graphique 28 : Fusions et acquisitions au niveau mondial
(en milliards de dollars)



Sources : AMF, Bloomberg.

On relève également que trois transactions transfrontières impliquant au moins une entreprise cotée en France sont classées parmi les plus grandes opérations annoncées depuis début 2013, à savoir l'offre de General Electric sur les activités énergétiques d'Alstom pour un peu plus de 17 milliards de dollars, le rachat de SFR par Altice évalué à près de 19 milliards de dollars, et la fusion entre Lafarge et Holcim pour 40 milliards de dollars. Si cette tendance témoigne d'une réelle attractivité de grands groupes français cotés, elle implique également un risque de délocalisation de la cotation et/ou du siège social des nouvelles entités issues des opérations¹⁹. Ce cas a concerné 7 opérations sur les cinq premiers mois de 2014, soit quasiment autant que sur l'ensemble de l'année 2013. A l'inverse, 9 opérations (en majorité des alliances stratégiques ou des *joint ventures*) ont été lancées par une société cotée à Paris sur une entreprise cotée à l'étranger entre janvier et mai 2014, contre 14 en 2013 (ces opérations portant sur des volumes de respectivement un et six milliards de dollars).

De manière plus générale, les opérations ayant impliqué au moins une entreprise cotée sur Euronext Paris –qu'il s'agisse de la cible, de l'acquéreur ou du vendeur- ont avoisiné, du fait des mégafusions précédentes, 110 milliards de dollars sur les seuls 5 premiers mois de 2014, montant déjà supérieur à celui atteint en 2013 en année pleine, soit 85 milliards de dollars.

Tableau 3 : Palmarès des fusions et acquisitions
(annoncées entre le 01/01/2013-02/05/2014, achevées ou toujours en cours au 02/05/2014)

Date annonce	Statut du deal	Cible (Pays)	Valeur (milliards de dollars)	Acquéreur (Pays)
02/09/13	Achevé	Cellco Partnership (U.S.)	130,1	Verizon Com. (U.S.)
13/02/14	En cours	Time Warner Cable Inc (U.S.)	68,4	Comcast Corp (U.S.)
01/05/14	Proposé	DIRECTV (U.S.)	50,0	AT&T Inc (U.S.)
22/04/14	En cours	Allergan Inc/United States (U.S.)	44,4	Valeant Pharma. (U.S.)
07/04/14	En cours	Lafarge SA (France)	37,5	Holcim Ltd (Switzerland)
14/02/13	Achevé	HJ Heinz Co (U.S.)	27,4	Multiple (U.S.)
05/02/13	Achevé	Virgin Media (U.K.)	21,6	Liberty Global Plc (U.S.)
18/02/14	En cours	Forest Labo. Inc (U.S.)	20,8	Actavis plc (U.S.)
14/03/14	En cours	SFR SA (France)	18,8	Altice SA (Lux)g
19/02/14	En cours	WhatsApp Inc (U.S.)	18,0	Facebook Inc (U.S.)
30/04/14	En cours	Alstom (Branche Energie) (France)	17,1	General Electric Co (U.S.)

Sources : AMF, Bloomberg.

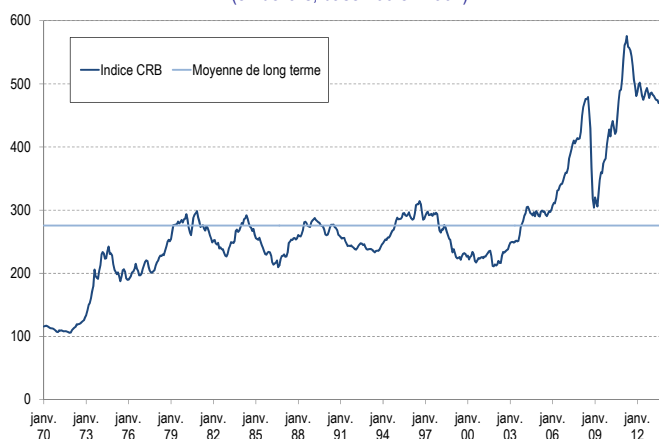
¹⁹ Par exemple, dans le cas de la fusion Lafarge/Holcim, la nouvelle entité devrait établir son siège social en Suisse et les titres de la société seraient cotés à Zurich et à Paris.

1.4. Matières premières : des évolutions fortement contrastées assorties de changements structurels

Une tendance à la détente des prix des matières premières mais des niveaux toujours historiquement élevés

Même si la demande mondiale reste en hausse, la fin d'un « super-cycle » des matières premières se confirme depuis le pic de début 2012, ce qui a eu tendance à détendre les cours mondiaux dans un contexte macroéconomique relativement peu porteur. Ce cycle, initié au début des années 2000, avait été nourri par le dynamisme de la demande chinoise (qui concentre à elle seule 40 % de la demande mondiale de métaux industriels), conjugué à une concurrence des acteurs asiatiques, à de forts aléas au niveau des approvisionnements et à une volatilité accrue des cours, sur fond de financiarisation de ces matières premières. La crise enclenchée en 2007 était, en effet, venue renforcer les liens entre les marchés des actifs financiers et ceux des matières premières, mettant en lumière le processus de financiarisation de ces actifs (augmentation des volumes sur les marchés dérivés OTC, arrivée de nouveaux investisseurs, techniques de diversification de portefeuille ayant recours à cette classe d'actifs).

Graphique 29 : Indice spot des matières premières CRB
(en dollars, base 100 en 1967)

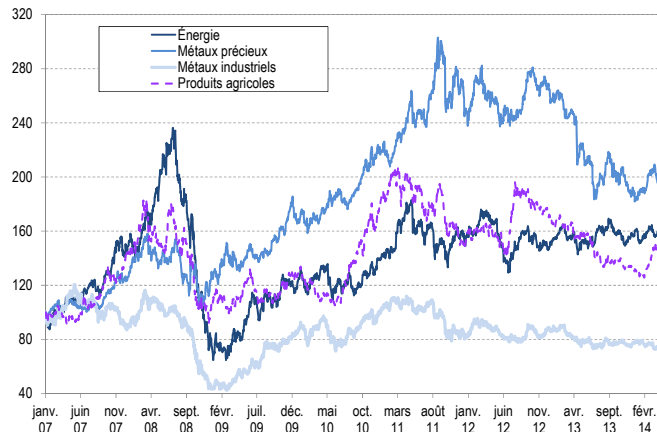


Sources : AMF, Commodity Research Bureau, Datastream.

L'année 2013 a également été marquée par une forte différenciation des cours des matières premières, après une demie-décennie de concert (entre elles mais aussi avec d'autres classes d'actifs), signe d'un certain retour à des composantes plus fondamentales sur les marchés énergétiques, agricoles et minéraux (offre et demande en particulier), d'un retrait d'acteurs financiers emblématiques comme J.P Morgan Chase ou Morgan Stanley, illustré en particulier par les décollectes nettes par exemple sur les ETF sur l'or en 2013 et 2014, et d'un facteur risque pays et météorologique toujours important. Ainsi, 2013 s'est conclue avec de forts écarts de performance selon les matières premières : des contractions à deux chiffres pour nombre d'entre elles, avec en tête le maïs (-40 %), l'argent (-36 %), l'or (-28 %) et l'arabica (-23 %), et, inversement, une flambée du cacao (+21 %), du jus d'orange (+18 %), de l'huile de palme (+13 %) ou bien encore du coton (+13 %).

Globalement, après avoir atteint deux pics historiques, en juillet 2008 puis en avril 2011, les matières premières s'inscrivent, en moyenne, sur une tendance baissière, assortie d'à-coups baissiers comme haussiers brutaux au fil d'annonces (crises politiques, sécheresse, etc.). Les métaux précieux ont été pénalisés sous l'effet d'une activité mondiale déprimée et des politiques monétaires très accommodantes du G3, tirant à la baisse les anticipations d'inflation, tandis que les prix de l'énergie et des métaux industriels ont fait preuve de résilience. Enfin, les matières premières agricoles ont plus fortement fluctué, au fil des conditions météorologiques et des mauvaises nouvelles géopolitiques.

Graphique 30 : Évolution du prix au comptant des principaux indices de matières premières (indices Goldman Sachs GSCI ; base 100 en janvier 2007)

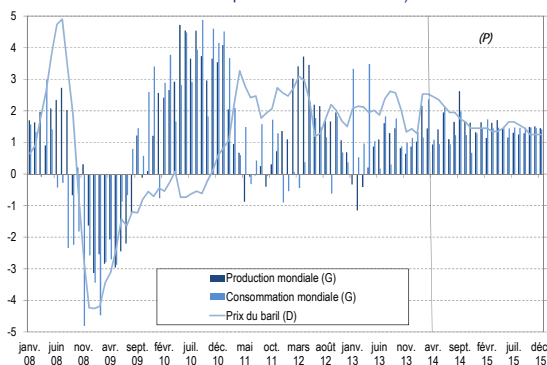


Sources : AMF, Datastream.

Le pétrole oscille au-dessus de 100 dollars le baril depuis 2012

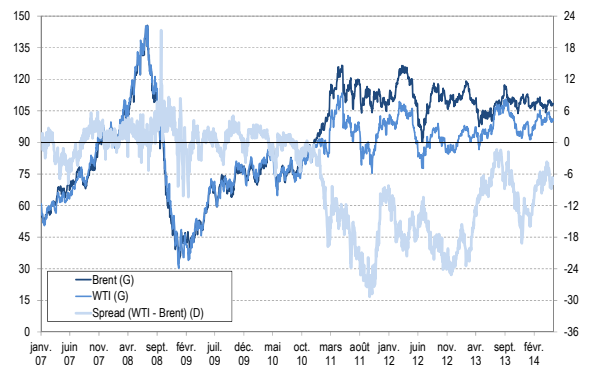
Les cours mondiaux du baril de pétrole sont soutenus à la fois par des tensions politiques au Proche-Orient mais aussi par une demande en tant que produit d'investissement (couverture contre l'inflation et contre un affaiblissement du dollar). En outre, plusieurs facteurs semblent avoir joué : les perspectives d'évolution des politiques monétaires expansionnistes des principaux pays du G20 (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon), la croissance des capacités de stockage en Chine ainsi que le sentiment général des investisseurs. Des prix trop élevés du pétrole assombrissent les perspectives de croissance à long terme et encouragent le développement d'énergies alternatives et les économies d'énergie. Néanmoins, les tensions du côté de l'offre tendent à se relâcher. Au regard des prévisions de croissance économique mondiale modérée (+3,6 % et +3,9 % selon le FMI en 2014 et 2015, après +3 % en 2013) et de la croissance rapide de la production des pays non-OPEP (notamment les États-Unis et le Brésil), la production devrait excéder légèrement la demande de brut en 2014, comme en 2015, selon les prévisions annuelles de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE)²⁰. Cela limiterait les pressions inflationnistes sur le cours du baril de pétrole aux aléas géopolitiques et accidents de production près.

Graphique 31 : Production, consommation et prix du pétrole (glissement annuel de la production et de la consommation mondiale en % et prix du baril en dollars)



Sources : AMF, US Energy Information Administration.

Graphique 32 : Cours du Brent et du WTI (en dollars par baril et spread en dollars)



Sources : AMF, Datastream.

Enfin, il convient de noter que les investissements américains visant à faciliter le transport du brut vers le Golfe du Mexique ont eu tendance à réduire le goulot d'étranglement logistique de Cushing, point de livraison et de cotation du WTI, et donc de limiter le *spread* entre le WTI et le Brent.

²⁰ World Energy Outlook 2013, Agence Internationale de l'Énergie.

Fin de l'ère du pétrole facile ?

Des évolutions majeures en termes de mode de production se poursuivent : les nouveaux champs se situent en eau profonde (par exemple le Préal brésilien situé à plus de 5 000 mètres sous le niveau de la mer, sous une épaisse couche de sel, au large des côtes cariocas), exposés à des conditions climatiques parfois extrêmes et composés d'hydrocarbures non conventionnels (plus lourds, moins fluides, à hautes pressions et températures). De ce fait, ces projets géants sont beaucoup plus difficiles à rentabiliser et l'atteinte du point mort dépend du niveau des cours mondiaux. Cela introduit aussi plus d'aléas sur les prévisions de production et la rentabilité du secteur en raison de la hausse des coûts d'exploration et des incertitudes quant au respect des prévisions de production. Pour autant, ces pressions haussières sur les prix sont compensées par la montée en puissance de la production nord-américaine (huiles de schiste) et la progression de la production irakienne et libyenne.

D'après le rapport annuel de l'AIE, les États-Unis pourraient, au cours des prochaines années, devenir transitoirement le 1^{er} producteur mondial de brut, après des décennies de contraction de leur production. Néanmoins, à partir du milieu des années 2020, les pays de l'OPEP, et en particulier ceux du Moyen-Orient avec l'Irak en tête, redeviendraient la principale source de croissance de la production. En effet, la production non conventionnelle nécessite de lourds investissements capitalistiques en raison des contraintes techniques lourdes et du déclin rapide des installations : un puits n'a une durée de production que de deux ans. Par ailleurs, une part importante des acteurs historiques de la pétrochimie (raffineurs, chimistes, transformateurs) et des consommateurs sont éloignés des nouveaux champs de production, ce qui limite les retombées potentielles. Reste également ouverte la question de l'abolition de la loi américaine interdisant les exportations de brut. De telles évolutions affecteront donc, au moins transitoirement, le financement à long terme de pays dépendants des hydrocarbures comme la Russie ou le Qatar.

Contribueraient également au rebond de l'offre la production en eau très profonde (Brésil), les schistes bitumineux (Canada et Venezuela) et l'exploration en Arctique. D'autres pays sont également en phase d'exploration de gaz de schiste (Pologne, Chine en particulier), afin de réduire leurs dépendances énergétiques. De ce fait, le poids des pétroles non conventionnels dans la production passerait de 5 % en 2012 à 15 % en 2035. La France, quant à elle, maintient son interdiction de l'exploitation du gaz de schiste sur son sol, dans l'état actuel des technologies.

Tableau 4 : Réserves de pétrole prouvées à fin 2012

	En milliards de barils	En % des réserves prouvées	Var. depuis 2002 (en %)
Venezuela	298	17,8	284,9
Arabie Saoudite	266	15,9	1,2
Canada	174	10,4	-3,6
Iran	157	9,4	20,1
Iraq	150	9,0	30,4
Koweït	102	6,1	5,2
EAU	98	5,9	0,0
Russie	87	5,2	14,7
Lybie	48	2,9	33,4
Nigéria	37	2,2	8,3
États-Unis	35	2,1	14,1
Kazakhstan	30	1,8	455,6
Qatar	24	1,4	-13,4
Brésil	15	0,9	56,2
Chine	17	1,0	11,8
Autres	131	7,9	-
Total	1 669	-	26,3

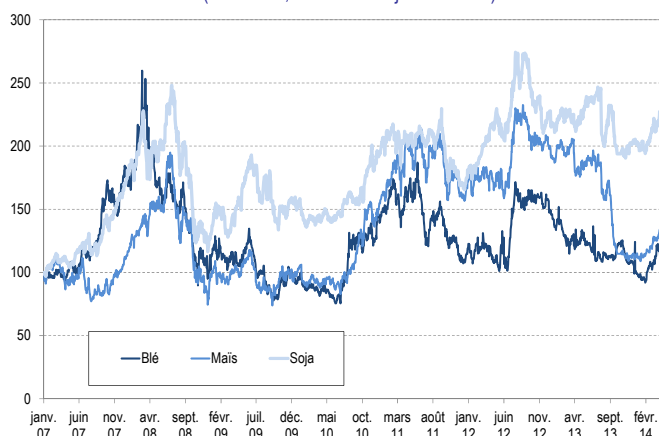
Sources : AMF, BP Statistical Review 2013.

Des tensions sur les matières premières agricoles

Trois facteurs principaux expliquent un niveau de prix durablement élevé des matières premières agricoles et leur forte volatilité : 1) les aléas climatiques de plus en plus importants, conséquence du réchauffement climatique ; 2) un retour craint de El Niño au 2^e trimestre 2014, avec des répercussions potentielles en Amérique et en Asie sur les productions de riz, de blé, de maïs, de cacao, d'huile de palme et de canne à sucre ; et 3) l'élévation des niveaux de vie en Asie en particulier, ce qui soutient la demande de produits comme le cacao et le café, poussant les cours à la hausse.

D'après la FAO (*Food and Agriculture Organization*), les perspectives générales pour la récolte 2013-14 s'annoncent très favorables (+9,2 %), mais seraient suivies d'une contraction en 2014-15 (-2,4 %). En particulier, la récolte de blé en 2013-14 afficherait un taux de croissance élevé (+8,4 % sur un an), ce qui compenserait en partie les pressions haussières sur les prix découlant de la crise ukrainienne (*voir ci-après*). De ce fait, les principales matières premières agricoles s'inscrivaient sur une tendance baissière depuis le 3^e trimestre 2012. Néanmoins, les forts aléas de production qui ont touché, ces dernières années, les principaux marchés mondiaux de production (États-Unis, mer Noire, Amérique Latine, Europe et France en particulier) appellent à la prudence, d'autant que le contexte géopolitique reste très tendu. Ce qui s'est traduit par un net rebond des cours depuis début 2014. Cela contribue à nourrir un intérêt croissant des intervenants de marché pour les marchés à terme, afin de se couvrir contre ces forts aléas.

Graphique 33 : Évolution du prix au comptant de quelques matières premières agricoles (en dollars, base 100 en janvier 2007)



Sources : AMF, Datastream.

Poursuite de la chute des cours des métaux, pénalisés par la reprise molle

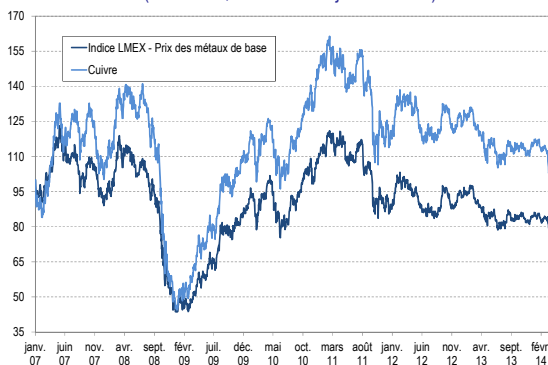
De leur côté, après l'explosion des prix observée en 2010-2011, les métaux de base s'inscrivent sur une tendance baissière depuis trois ans, reflétant le ralentissement de l'activité économique des principaux marchés importateurs. L'indice LME (*London Metals Index*) des prix des métaux de base a connu une baisse de près de 25 % depuis le 3^e trimestre 2011. Le cours du cuivre a, en particulier, perdu près de 30 % également depuis le 3^e trimestre 2011, après avoir rebondi plus fortement à partir du point bas de début 2009, et ce en dépit de la hausse limitée de l'offre mondiale, pénalisé par le ralentissement de la demande dans les pays émergents.

En particulier, le principal facteur expliquant les fluctuations de la demande mondiale de métaux industriels, et en particulier du cours du cuivre et du fer, est constitué par les perspectives d'activité chinoises. Ce seul pays représente ainsi plus de 40 % de la demande mondiale de métaux industriels. Les perspectives de prix des métaux de base dépendront donc de l'ampleur du ralentissement économique asiatique et plus particulièrement de la capacité du gouvernement chinois à soutenir l'activité sans générer de nouvelles bulles sectorielles (immobilier, automobile, finance parallèle). En effet, un resserrement trop

marqué du crédit pourrait affaiblir la santé financière de groupes industriels déjà fragiles, comme par exemple les aciéries très polluantes et endettées. Par ailleurs, concernant la finance parallèle, il convient de noter que quelques 40 % du minerai de fer et de cuivre stocké dans les ports chinois sont liés à des contrats de financement, dans lesquels les métaux sont utilisés comme collatéral pour financer des opérations de portage. Ils constituent l'un des maillons de la chaîne de la finance parallèle. Or, l'augmentation des appels de marge, découlant d'un durcissement de la réglementation par exemple, entraînerait des défauts de *traders* et conduirait à une saisie des stocks par les banques qui seraient ensuite bradés, avec potentiellement un fort impact déflationniste sur les cours mondiaux.

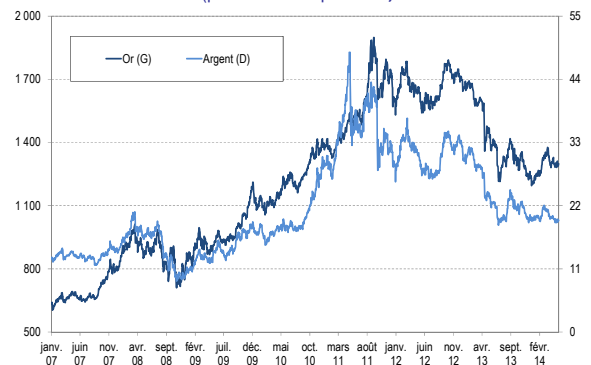
Enfin, les nouvelles règles proposées par le LME (*London Metal Exchange*, la place boursière de référence pour les contrats à terme portant sur les métaux non ferreux) pour réformer son système de stockage ont été remises en cause par la justice britannique. Ces nouvelles règles devaient mettre un terme à un système de stockage qui avait (1) abouti à la création de files d'attente de 15 à 17 mois pour une livraison d'aluminium par exemple et (2) vu les primes associées à ces contrats exploser. Les nouvelles règles doivent remédier à cette situation en faisant en sorte que les volumes sortants soient supérieurs aux volumes entrants, afin de limiter les énormes queues qui réduisent la disponibilité des métaux négociés sur sa plateforme.

Graphique 34 : Prix des métaux de base et du cuivre
 (en dollars, base 100 en janvier 2007)



Sources : AMF, Datastream.

Graphique 35 : Prix de l'or et de l'argent
 (prix en dollars par once)



Sources : AMF, Datastream.

Fin des valeurs refuge : chute historique du cours de l'or en 2013 : -28 %

En parallèle, les métaux précieux, qui avaient joué le rôle de valeur refuge durant la crise, sont orientés à la baisse depuis fin 2011, mettant un terme à plus d'une décennie d'appréciation. Ainsi, depuis septembre 2011, l'or s'est replié de 28 % et l'argent, qui lui est fortement corrélé, de 44 %.

Différents facteurs expliquent cette baisse :

- ▶ Des anticipations d'inflation durablement faibles (voire des anticipations de déflation) alors que l'or est traditionnellement un instrument de couverture face au risque de hausse des prix ;
- ▶ Un redressement des perspectives d'activité, en particulier aux États-Unis, et donc en principe de moindres risques pesant sur les finances publiques ainsi qu'une anticipation de sortie des politiques monétaires accommodantes, qui pousse à la hausse les taux longs souverains ;
- ▶ Des sorties des *hedge funds* et une contraction des volumes de collecte sur les produits indiciels cotés indexés sur l'or physique (ETF et ETP aux États-Unis et en Europe depuis le début 2013), contribuant également à la volatilité des cours ;
- ▶ Et un regain d'appétit pour le risque et de meilleures performances boursières, assortis d'une recherche de diversification de portefeuilles de la part des investisseurs.

Néanmoins, des facteurs de soutien perdureront du côté de la demande (poursuite de la croissance de la taille des bilans des banques centrales américaine et japonaise et demande de la part des grands pays émergents, en particulier de la Chine et l'Inde) tandis que la production d'or a atteint un niveau record en 2013 (+6 %, à 3 022 tonnes selon GFMS (*Gold Fields Mineral Services*)). Selon le Conseil Mondial de l'Or²¹, la Chine concentre à elle seule 26 % de la demande privée²² mondiale d'or, qui reste la forme privilégiée d'épargne dans un contexte de bulle et de forte volatilité sur les marchés boursiers et immobiliers et de rémunérations plafonnées des dépôts bancaires. En outre, le Conseil Mondial de l'Or anticipe une croissance de 20 % d'ici à 2017 de la demande chinoise d'or (1 132 tonnes en 2013), qui est devenu en 2013 le 1^{er} marché mondial.

Cette correction baissière forte des cours entraîne des décalages de projets d'exploration voire des abandons de ces projets, faute de rentabilité, tandis que certaines exploitations ne sont plus rentables, sur fond de dépréciations massives d'actifs. Elle annonce aussi une probable reprise de la concentration du secteur, avec de petits acteurs peinant à respecter leurs plans de financement, cependant que les grands producteurs vont chercher à accroître leur taille pour dégager des économies d'échelle et compenser les hausses des coûts directs et indirects.

Les incertitudes politiques contribuant à l'appréciation et à la volatilité des matières premières

Au-delà des aléas climatiques, les exercices 2013 et 2014 sont marqués par de vives tensions géopolitiques frappant d'importants producteurs de matières premières, ce qui a eu tendance à pousser à la hausse les prix (craintes au niveau de l'offre) et leur volatilité :

- En Mer Noire, avec depuis début 2014, la crise opposant l'Ukraine et la Russie tous deux grands producteurs et exportateurs de céréales (blé, tournesol et maïs) ainsi que de gaz et de nickel dans le cas de la Russie, avec des risques de sanctions économiques importantes ;
- Au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, tensions et incertitudes qui ont influencé négativement par exemple les niveaux de production pétrolière libyenne et irakienne, tandis que les événements égyptiens et syriens ont poussé les prix à la hausse ;
- En Afrique Subsaharienne, la situation au Nigéria, également gros producteur de pétrole, qui affecte l'évolution du cours de ce dernier ;
- En Asie (comme cela avait déjà été fait en 2013), des interdictions d'exportations de nickel imposées depuis janvier 2014 en Indonésie (représentant 20 % de la production mondiale), pour encourager le développement de l'industrie métallurgique locale, et une explosion politique en Thaïlande ;
- Et au Venezuela, sur le pétrole, avec une transition *post* Chavez très incertaine.

²¹ *China's gold market: progress and prospects*, World Gold Council, avril 2014.

²² Bijouterie, investissement (lingots et pièces) et autres demandes pour l'industrie (électronique, industrielle), excluant la couverture des producteurs.

Contraintes réglementaires renforcées et retrait d'acteurs financiers historiques Plusieurs enquêtes ont été ouvertes par des régulateurs nationaux afin d'analyser l'impact de l'activité des banques sur les cours des matières premières, ainsi que sur l'existence d'éventuelles ententes entre participants de marché quant à la fixation des prix des métaux précieux sur les marchés mondiaux²³, comme en Allemagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni²⁴. Les questions associées sont le pendant de celles qui sont soulevées pour les indices de taux (Libor par exemple). Une conséquence directe est l'abandon du *fixing* quotidien du prix de l'argent à Londres à compter du 14 août 2013, à la suite du retrait de l'un des trois membres sans avoir pu trouver de remplaçant (Deutsche Bank, qui s'est également détachée du *fixing* de l'or). Les intervenants de ce marché ont lancé une consultation afin de définir un modèle alternatif permettant d'établir les valeurs de référence.²⁵

Par ailleurs, diverses initiatives réglementaires touchant les matières premières sont en cours de part et d'autre de l'Atlantique, ce qui va renforcer le cadre réglementaire entourant la conduite de ces activités.

En Europe, la nouvelle directive sur les Marchés d'Instruments Financiers (MIF 2) prévoit l'introduction de dispositifs de déclaration, de publication et de limites aux positions qu'un acteur peut détenir sur les marchés de dérivés de matières premières²⁶, y compris de gré à gré (OTC). Ces dispositifs seront précisés par des mesures techniques (de niveau 2) et devraient entrer en application avec l'ensemble de la directive fin 2016-début 2017. En outre, la révision de la directive Abus de marché et son règlement associé renforcent la transparence des transactions de produits dérivés et durcissent la répression des délits d'initiés et des manipulations de marché, ce qui, au vu de la connaissance très fine du marché des *traders* de matières premières, peut freiner les velléités de croissance de ces acteurs.

En France, de telles dispositions sont prévues pour les marchés de matières premières agricoles par la loi de régulation et de séparation des activités bancaires²⁷. En parallèle, des réflexions sont en cours afin de développer un régulateur sectoriel agricole qui garantirait un meilleur fonctionnement des marchés agricoles, en particulier en termes d'accès aux données et de surveillance des marchés physiques et des sous-jacents de dérivés financiers.

²³ Le mode de fixation du cours de l'or, encadré depuis 1919 par le London Gold Fix, pourrait en effet avoir permis aux banques participantes de manipuler les cours. Cinq banques (Scotia-Mocatta, Barclays, Deutsche Bank, HSBC et Société Générale) fixent 2 fois par jour le prix en fonction de l'offre et de la demande, lors de conférences téléphoniques.

Divers rapports se sont penchés sur la question : Rapport n°3863 de l'Assemblée Nationale d'octobre 2011 sur le prix des matières premières ; Étude n°11.11 commandée par le Centre d'Etudes et de Prospective du Ministère de l'Agriculture, de l'Agroalimentaire et de la Forêt français sur les nouveaux modes d'investissement sur les marchés dérivés de matières premières agricoles – décryptage et impact, de décembre 2012 ; Étude du Parlement Européen de novembre 2013 : *Regulating Agricultural Derivatives Markets*.

Une étude de Rosa Abrantes-Metz et Albert Metz de la *Stern School of Business* a suggéré des signes de collusion entre les 5 principaux intervenants du marché du *London Gold Market Fixing* (Barclays, Deutsche Bank, Nova Scotia, HSBC et Société Générale) durant leur conférence téléphonique quotidienne de 15 heures visant à fixer le prix. Ils ont été assignés en mars 2014 devant une cour fédérale new-yorkaise par un *trader* les accusant de manipuler les cours lors du *fixing* à Londres.

²⁴ Enquête ouverte durant l'été 2013 pour évaluer l'impact qu'ont les propriétaires d'entrepôts sur les prix de stockage (touchant Goldman Sachs, qui gère ¼ du stock d'aluminium stocké dans les sites agréés par le LME).

Sanction de JP Morgan par le régulateur de l'énergie en 2013 (410 millions de dollars) pour des soupçons de manipulation du marché de l'électricité en Californie, à la suite de laquelle JP Morgan a décidé de céder son activité de courtage physique de matières premières (estimée à 3 milliards de dollars) à la maison de négoce suisse Mercuria, soumise à une réglementation moins stricte, en mars 2014. Néanmoins, la banque maintiendra des activités de financement et de tenue de marché.

²⁵ Après l'aluminium, des poursuites ont été ouvertes aux États-Unis fin mai concernant le *fixing* du prix du zinc sur le LME sur fond de pratiques monopolistiques et anticoncurrentielles, toujours lié aux infrastructures de stockage.

²⁶ Les instruments financiers concernés seront tous les dérivés de matières premières qui peuvent être réglés par la livraison physique, à condition qu'ils soient négociés sur un marché réglementé, un MTF ou un OTF, à l'exclusion des produits énergétiques de gros couverts par la régulation sectorielle spécifique REMIT négociés sur un OTF, qui doivent être réglés par livraison physique dans un acte délégué.

²⁷ La loi bancaire transpose en effet par anticipation des dispositions relatives aux matières premières des directives MiF et MAD. Il s'agit en particulier du reporting et des limites de positions.

Aux États-Unis, de mi-janvier à mi-mars 2014, la Fed a conduit une consultation publique visant à réviser les règles autorisant les institutions financières et bancaires à intervenir sur le marché physique des hydrocarbures et des métaux, de manière à modifier les règles applicables à la détention de moyens de production, de transport et de transformation de ces matières premières par ces institutions, au vu des risques de propagation au bilan d'institutions financières de désastres écologiques, des risques de collusion entre la production et le *trading* et des risques dus à la concentration d'activités sur un petit nombre d'acteurs financiers. La Fed cherche ainsi à analyser les risques découlant des activités de négoce et de stockage de matières premières pour la sécurité et la stabilité des banques, ainsi que les éventuels conflits d'intérêts pouvant être générés. Pourraient en découler des règles de renforcement des fonds propres ou de restriction sur ces activités pour les institutions financières.

Enfin, les régulateurs internationaux cherchent à améliorer la transparence des marchés des matières premières au travers de différentes initiatives. En 2001, la *Joint Organisation Data Initiative Oil* (JODI) était lancée dans l'objectif d'améliorer la transparence des marchés du pétrole, initiative par la suite étendue au gaz. De ce fait, des bases de données et des statistiques internationales ont, depuis, été publiées, basées sur les données nationales du marché physique. L'organisation, regroupant 90 États, poursuit ses efforts afin d'améliorer la qualité et l'exhaustivité des données publiées. Une initiative similaire visant à améliorer la transparence de ces marchés et à encourager la coordination des politiques internationales a été lancée, par le G20, en juin 2011 pour les marchés agricoles (*Agricultural Market Information System*, AMIS). Enfin, également sous l'impulsion du G20, l'OICV a publié en 2011 un rapport sur les principes qui devraient guider les régulateurs et législateurs nationaux en matière de régulation et de surveillance des marchés de matières premières, puis un second rapport en 2012 sur la régulation des agences de *reporting* des prix du pétrole (« *Oil Price Reporting Agencies* », Oil PRAs). La mise en œuvre de ces principes, qui doivent améliorer le fonctionnement de ces marchés et leur surveillance, est suivie de près par le G20. Ces principes concernent essentiellement la qualité et la transparence des méthodologies utilisées dans les évaluations de prix, l'intégrité de la transmission d'information aux Oil PRAs, la prévention des conflits d'intérêts, la coopération avec les autorités compétentes et la mise en place de procédures de réclamation.

En parallèle, le secteur des matières premières voit émerger des systèmes d'aide à la décision pour les agriculteurs, en particulier développés par les grands semenciers. En fonction de l'utilisation qui pourrait être faite des données collectées et de leur coût, cette recherche de l'optimisation de l'utilisation des terres pourrait influencer les prix de la terre et les cours des contrats à terme, ainsi qu'interroger quant à l'indépendance des semenciers (qui pourraient avoir intérêt à encourager les exploitants à planter en plus grande qualité, afin de maximiser leurs profits).

En conséquence, depuis 2013, une réorganisation des acteurs du marché des matières premières est en cours, avec un retrait (parfois partiel) de grandes banques d'investissement (JP Morgan, Morgan Stanley, Deutsche Bank, BofA-Merrill Lynch, Goldman Sachs) de pans d'activités liées aux matières premières, qu'elles avaient massivement investis à partir de 2008. Elles cherchent ainsi à la fois à éviter des poursuites pour d'éventuels abus de marché (comme par exemple Deutsche Bank qui s'est retirée du marché du *fixing* l'or et de l'argent) mais aussi à se désengager d'activités dont la rentabilité sera pénalisée par un risque réglementaire et des fonds propres croissants.

Dans la majorité des cas, les repreneurs de ces activités sont de grandes sociétés de négoce de matières premières (ADM, Bunge, Cargill et Louis Dreyfus Commodities, etc.), qui renforcent ainsi leur diversification verticale, allant de la récolte à la transformation en passant par les instruments financiers associés, et diversifient souvent également leur

financement (par exemple en s'introduisant en bourse). On assiste également à une montée en puissance de nouveaux groupes de négoce asiatiques (tels que Noble de Hong Kong ou Olam et Wilmar de Singapour) dans ce processus d'intégration verticale. A plus long terme, on peut se poser la question de l'impact qu'aura sur le marché (liquidité, prix, volatilité) ce retrait des acteurs financiers d'activités dont ils ont une plus grande expertise que les industriels, ainsi que de la capacité financière, technique et stratégique de ces derniers à s'y substituer.

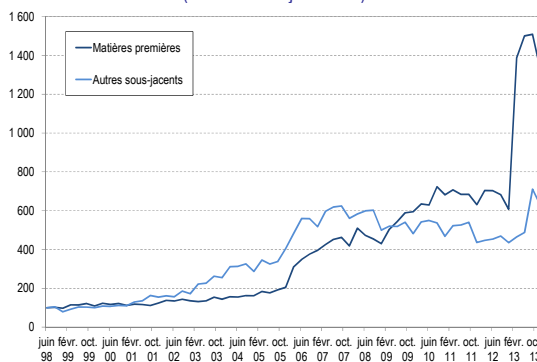
Enfin, alors qu'*a priori*, les *traders* de matières premières avaient été exclus du champ des entités analysées par le FSB comme pouvant être d'importance globalement systémique, la question pourrait être ré-ouverte au vu de cette diversification en cours de leurs activités. Le déplacement de ces activités hors de la sphère financière traditionnelle (*traders* de matières premières, gros groupes producteurs énergétiques, etc.), moins régulée, pourrait se révéler risqué : il n'est pas certain que ce désengagement des acteurs purement financiers de ces activités sera associé à une moindre « financiarisation » de ces activités et de moindres risques, d'autant que ces sociétés n'ont pas le même niveau d'expertise ou de fonds propres réglementaires et auront une moindre capacité d'absorption de chocs (*wrong way risk*) du fait de la forte corrélation entre leurs activités.

Fort regain d'activité sur les marchés dérivés de matières premières sur les marchés organisés

Après une modération entre 2010 et 2012, l'activité sur les dérivés de matières premières sur les marchés organisés a très fortement rebondi (+120 % sur un an en décembre 2013 du nombre de contrats dérivés, seule donnée disponible sur ce marché), sous l'effet principalement des contrats futures sur le marché américain. En effet, depuis le 1^{er} trimestre 2013, le périmètre couvert par les contrats de *futures* sur les matières premières compensés sur le marché américain a été élargi, incluant précédemment des contrats considérés comme de l'OTC. Le fait que la nature des contrats soit appréciée de façon domestique complexifie les comparaisons transatlantiques entre les marchés OTC et organisés.

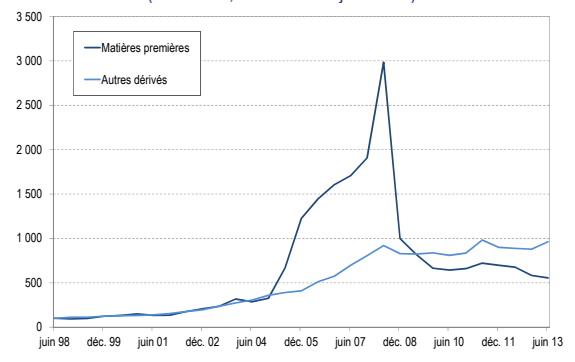
Par ailleurs, l'activité sur les marchés mondiaux des dérivés OTC de matières premières poursuit sa contraction, avec un recul de 18 % sur un an en juin 2013 du notionnel en USD, l'activité s'étant massivement déplacée vers les marchés organisés au cours de la seconde moitié des années 2000 sous l'effet de législations encourageant un déplacement de ce marché vers les plateformes.

Graphique 36 : Évolution du nombre de contrats dérivés sur les marchés organisés (base 100 en juin 1998)



Sources : AMF, BRI.

Graphique 37 : Évolution de l'encours notionnel de contrats dérivés OTC (en dollars, base 100 en juin 1998)



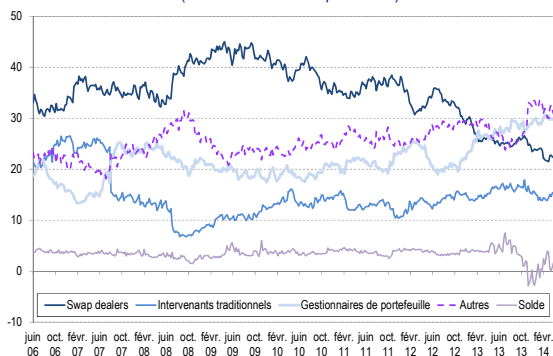
Sources : AMF, BRI.

Montée en puissance des gestionnaires de portefeuille, détrônant les swaps dealers

Grâce aux statistiques hebdomadaires collectées aux États-Unis par la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), il est possible de mesurer, pour chaque matière première négociée, le poids des principaux acteurs non commerciaux sur les marchés dérivés de matières premières, à partir des contrats (options et *futures*) concernant chacune de ces deux catégories et non encore échus. La CFTC précise aussi la part des différentes

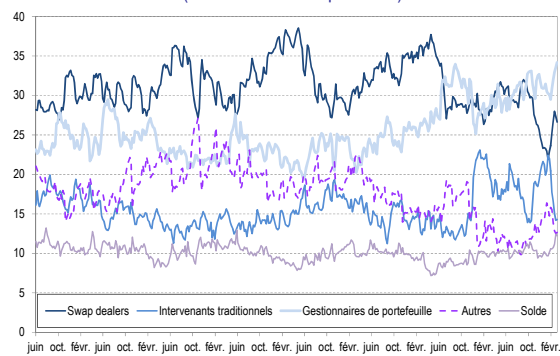
catégories d'intervenants sur les marchés dérivés de produits de base (intervenants traditionnels, tels que les producteurs, les marchands ou la transformation, *swap dealers*, gestionnaires de portefeuilles et le reste des acteurs). Le Graphique 38 et le Graphique 39 illustrent l'évolution des parts respectives des différentes catégories d'intervenants, telles que définies par la CFTC depuis juin 2006, pour le marché à terme du pétrole et du blé.

Graphique 38 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du pétrole (en % du total des positions)



Sources : AMF, CFTC.

Graphique 39 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé (en % du total des positions)



Sources : AMF, CFTC.

Pour ces matières premières, deux tendances émergent. D'une part, si la part des intervenants traditionnels (producteurs et intermédiaires non financiers) reste limitée (14 % des positions ouvertes sur le pétrole et sur le blé mi-mars 2014), leur poids s'inscrit sur une tendance légèrement haussière depuis 2010. D'autre part, la part des intervenants de marché les plus « financiarisés », c'est-à-dire les *swap dealers* et les gestionnaires de portefeuilles, reste majoritaire et relativement stable (53 % pour le pétrole mi-mars 2014 et 62 % pour le blé), mais le poids des gestionnaires de portefeuilles s'est accru tendanciellement depuis début 2011 pour devenir, dans les deux cas, le principal acteur.

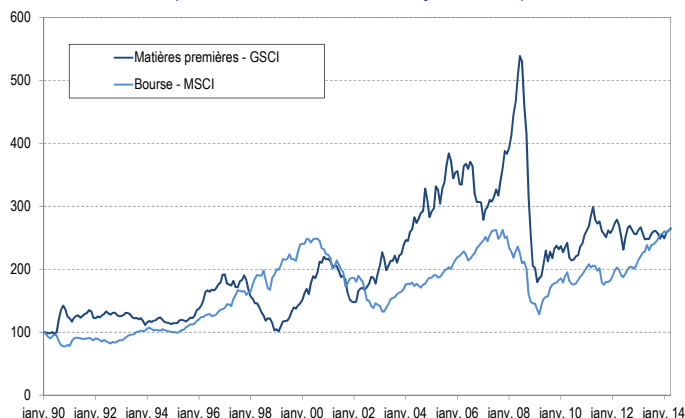
La financiarisation des matières premières influence les marchés

Depuis le début des années 2000, des phénomènes inédits ont touché les matières premières, ce qui a conduit à s'interroger sur de nouveaux facteurs pouvant influencer le mécanisme de formation de prix, dé-corrélant (ou inversement corrélant à l'extrême) ces derniers de leurs fondamentaux : conjoncture mondiale, récoltes, stocks, aléas climatiques, géopolitique, perspectives de croissance en Chine et en Inde, usage croissant de produits alimentaires pour la production de biocarburants, valeurs refuges (or, argent, diamant), variation du dollar vis-à-vis des autres devises, etc. Une sophistication croissante des modalités d'investissement dans les matières premières, et en particulier le poids accru pris par le *trading* à haute fréquence consécutif à la généralisation de la compensation centralisée des dérivés de matières premières, ainsi qu'un élargissement de la gamme des produits traités sont illustrés par différents facteurs : une volatilité croissante, une standardisation accrue des contrats de dérivés sur matières premières, et donc la multiplication des possibilités d'arbitrage entre marchés et entre classes d'actifs, une augmentation très significative des volumes sur les marchés à terme, de nouveaux acteurs (*hedge funds*, gestion indicielle).

Cette liquidité accrue sur les marchés des matières premières, pouvant répondre à des besoins d'investissement, et des comportements mimétiques, en particulier des investissements indiciels, contribuent à renforcer la corrélation entre les matières premières et les autres classes d'actifs, et modifie les mécanismes de formation des prix, voire accélère des déformations de prix au travers de comportements mimétiques, déconnectés

des fondamentaux des marchés, avec des mécanismes auto-renforcés et *in fine* potentiellement déstabilisateurs²⁸.

Graphique 40 : Corrélation entre la bourse mondiale et les matières premières
(indices en dollars, base 100 en janvier 1990)



Sources : AMF, Datastream.

Par ailleurs, différentes évolutions depuis 2012 ont influencé le marché des matières premières. D'abord, sous l'effet de l'évolution des bilans bancaires au vu des contraintes bâloises, les banques européennes se sont retirées du financement des *commodity traders* (via des crédits syndiqués), même si leur poids en Europe reste relativement faible par rapport aux pays anglo-saxons. Ensuite, des modes de financement alternatifs semblent émerger, à l'image de la titrisation. Il est, en outre, probable que les tensions sur le collatéral de qualité renforcent la financiarisation des matières premières au travers d'un recours croissant à des matières premières comme collatéral (pétrole, cuivre, aluminium ou or). Enfin, l'offre de produits dérivés sur les matières premières continue à se développer, avec par exemple la bourse de Hong Kong, propriétaire du LME, qui devrait lancer en 2014 des contrats à terme sur 4 matières premières (charbon thermique, cuivre, aluminium et zinc), ciblant le marché asiatique.

Natixis²⁹ a mis en évidence les faits stylisés suivants : une absence de lien entre la demande de matières premières et le cycle économique mondial pour l'alimentaire (contrairement au pétrole et aux métaux) ; un impact important de l'offre sur les prix dans le cas du pétrole (adaptation de l'offre à la demande), des matières premières agricoles (volume des récoltes avec un an de décalage) et du gaz, lorsqu'il est lié au prix du pétrole (*i.e.* impact de la production de gaz de schiste aux États-Unis sur le prix du gaz naturel et du charbon, découlant de leur substitution) ; et une faible élasticité-prix à la baisse face à la demande, en raison de l'importance du coût marginal de production dans le cas du pétrole.

La comparaison des cours *spot* du pétrole et du blé avec les positions spéculatives nettes³⁰ associées à ces deux matières premières ne permet pour autant pas de conclure avec certitude à l'existence d'une corrélation forte entre la spéculation et le prix de ces matières premières, d'autant que jouent également les couvertures sur le change pour le pétrole. Dans le cas du blé, une certaine similitude apparaît toutefois à certaines périodes entre l'évolution des positions spéculatives nettes et le cours de cette matière première, avec une forte volatilité et une surréaction (*overshooting*) des positions spéculatives. Enfin, il convient de noter que, pour le pétrole, les positions nettes sont courtes depuis début 2012, indiquant

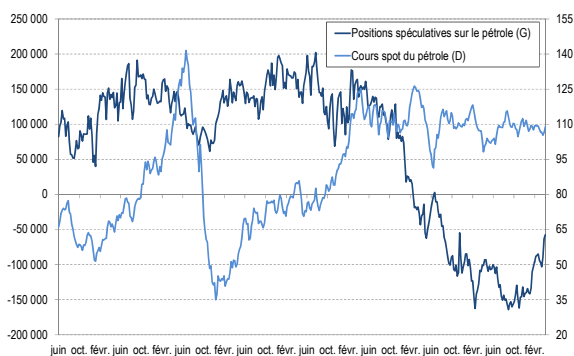
²⁸ Voir notamment les travaux de Steve Ohana sur l'impact des investisseurs indiciels sur la formation des prix de matières premières agricoles.

²⁹ Cycle mondial et prix des matières premières, P. Artus, 12 septembre 2013, Flash n° 624.

³⁰ Ces positions spéculatives nettes sont définies réglementairement par le Dodd Frank Act comme la somme des positions courtes et longues qui ne sont pas prises pour réduire des risques commerciaux.

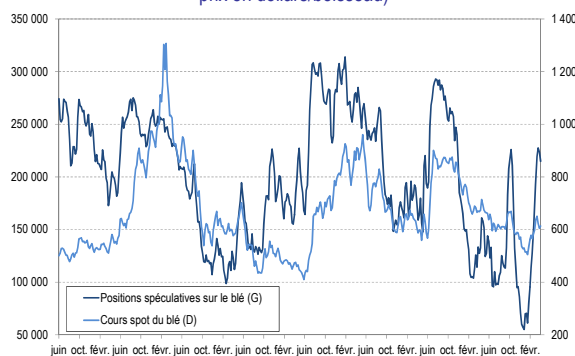
une anticipation de baisse des prix, alors que le cours du baril de pétrole a fait preuve de résilience.

Graphique 41 : Cours et spéculation sur le pétrole
(positions spéculatives nettes en milliers de contrats, prix en dollars/baril)



Sources : AMF, CFTC, Datastream.

Graphique 42 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé
(positions spéculatives nettes en milliers de contrats, prix en dollars/boisseau)



Sources : AMF, CFTC, Datastream.

1.5. La finance parallèle : tendances et orientations réglementaires récentes

*Une
définition de
la finance
parallèle
toujours
discutée*

Le Conseil de stabilité financière (FSB), qui s'est penché parmi les premiers sur la question au sortir de la crise en 2010, a établi la définition généralement admise de la finance parallèle comme « toute activité d'intermédiation de crédit impliquant des entités et des activités en dehors du système bancaire traditionnel »³¹. La finance parallèle ne se réfère donc ni à des intermédiaires financiers spécifiques, ni à des activités non régulées. Perçue surtout comme négative, la finance parallèle (d'autant plus dans son appellation en anglais de finance de l'ombre, ou *shadow banking*) recouvre ainsi un pan important du financement par les marchés, nécessaire par certains aspects au financement de la croissance.

La crise financière ayant conduit les autorités à renforcer sensiblement l'arsenal prudentiel entourant les banques, le FSB cherche à éviter que ce durcissement du cadre réglementaire bancaire ne se traduise par un déplacement d'activités réalisées traditionnellement par les banques en dehors de la sphère régulée et donc ne génère de nouvelles sources de risques. En outre, le FSB encourage les autorités à porter une attention particulière aux entités relevant de la finance parallèle susceptibles de présenter des risques systémiques découlant de la transformation de liquidité (financement d'actifs moins liquides que les passifs mobilisés) ou de maturité (financement d'actifs à long terme avec des passifs à plus court terme), d'effets de levier trop élevés et de transfert imparfait du risque de crédit, réalisés au moins partiellement en dehors du système bancaire réglementé. Des réactions en chaîne, procycliques, peuvent découler de l'interconnexion des acteurs : bien qu'exerçant des fonctions de transformation comparables à celles des banques traditionnelles, la finance parallèle n'est pas soumise au cadre prudentiel classique et n'a pas un accès garanti à une facilité de trésorerie de la banque centrale ni aux garanties de crédit du secteur public.

Le FMI³² propose une définition alternative, volontairement prospective, de la finance parallèle comme toutes les activités financières, mises à part les activités bancaires traditionnelles, qui requièrent un cadre de garantie explicite ou implicite, privé ou public pour pouvoir opérer. Les analyses découlant de cette approche sont néanmoins assez contraintes par la faible disponibilité de données sur ces activités.

³¹ http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf.

³² *What is shadow banking?* S. Claessens et L. Ratnovski, WP/14/25 FMI, février 2014.

Tableau 5 : Spectre des activités financières

Intermédiation « traditionnelle » par des institutions	Activités couramment qualifiées de « <i>shadow banking</i> »	Intermédiation « traditionnelle » par des entités de marché
Banque traditionnelle : dépôts et crédits Assurance traditionnelle	Titrisation : <i>tranching</i> , transformation de maturité, <i>puts</i> de liquidité de banques à des SIVs, garantie à la valeur nominale des fonds monétaires Services de collatéral, principalement <i>via</i> des établissements bancaires : <i>repo</i> , dérivé OTC, <i>prime brokerage</i> , prêt emprunt de titres Accord de financement de marché de banques : <i>repo</i> , <i>repo</i> tripartite Dépôt et/ou prêt par des non-banques : assurances, sociétés affiliées de banques	Marchés : <i>hedge funds</i> , sociétés d'investissement, souscripteurs, teneurs de marché, dépositaires, courtiers Secteur non-bancaire : sociétés financières et de leasing, location longue durée de voitures

Sources : AMF, FMI 2014.

Comme le souligne la BCE, la finance parallèle recouvre tout type d'intermédiation de type bancaire réalisée par des entités non bancaires sujettes à un risque de *run* dû à la structure de leur bilan : par rapport aux banques, les passifs sont majoritairement composés de dettes, et non de capitaux propres. La finance parallèle est ainsi associée à l'émergence de risques sous les formes modernes de *runs*, se manifestant par un effondrement brutal de la liquidité et un retrait des investisseurs, comme lors de la faillite de Lehman Brothers, suivis de réactions en chaîne créant des mécanismes de contagion systémique entre les banques et les marchés, puis se répercutant sur l'économie réelle.

Fin 2012, la finance parallèle représentait 71 200 milliards de dollars, selon le FSB

La finance parallèle s'est rapidement développée à partir de la fin des années 1990, pour représenter, de début 1996 à septembre 2012, la majorité des financements aux États-Unis. Cette évolution s'est réalisée sur fond de dérégulation des marchés financiers, d'innovations financières (titrisation, progrès dans les systèmes d'origination et de distribution) et d'un environnement macroéconomique globalement favorable (taux d'intérêt bas, niveau plus élevé d'épargne, demande accrue d'actifs liquides et sûrs). Pour utile que soit l'intermédiation qu'elle réalise pour le financement de l'économie, ce pan de la finance contribue aussi à la formation de risques systémiques, tout comme certaines banques ou d'autres acteurs financiers, et nécessite d'apporter des réponses appropriées. Ce pan de la finance, pour partie seulement régulé, a contribué à la formation de bulles immobilières et donc au déclenchement de la crise de 2007, ainsi qu'à l'émergence de risques potentiellement systémiques fortement interconnectés avec la sphère bancaire.

L'évaluation de la taille de la finance parallèle dépend donc de la définition considérée, reposant soit sur les activités, soit sur les types d'acteurs ou d'institutions. En outre, les statistiques actuellement disponibles ne permettent pas ou peu de couvrir le champ de la finance parallèle puisqu'elles sont souvent agrégées au niveau des groupes ou manquent de granularité et de fréquence.

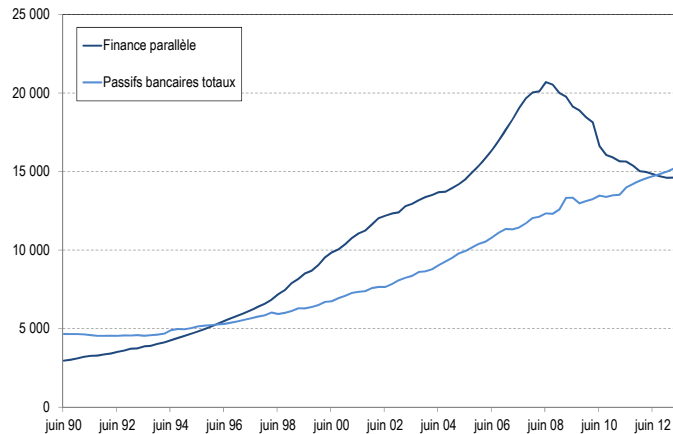
La taille du système bancaire parallèle est très importante et continue de croître : le Conseil de Stabilité Financière (FSB) l'estimait à plus de 71 200 milliards de dollars en 2012³³, soit une hausse de 8,1 % par rapport à 2011. Cela représentait un quart des actifs financiers

³³ 3^e rapport annuel sur la finance parallèle, FSB, novembre 2013
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf

Le périmètre géographique de l'étude couvre 25 juridictions (Afrique du Sud, Allemagne, Arabie Saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Canada, Chili, Chine, Corée, Espagne, États-Unis, France, Hong Kong, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Pays-Bas, Royaume-Uni, Russie, Singapour, Suisse et Turquie), représentant 80 % du PIB mondial et 90 % des actifs financiers totaux. Les données sont obtenues dans les tableaux des opérations financières (*flow of funds*) et les bilans sectoriels nationaux pour les autres intermédiaires financiers (*other financial intermediaries*).

totaux, la moitié des actifs des banques et près de 120 % du PIB agrégé des juridictions, des niveaux qui ont été relativement stables au cours de la crise. Le système bancaire parallèle est donc d'importance systémique pour le système financier mondial et en particulier européen.

Graphique 43 : Finance parallèle *versus* bancaire aux États-Unis
(en milliards de dollars)



Sources : AMF, Datastream.

Selon le FSB, les États-Unis restent le 1^{er} contributeur à la finance parallèle, détenant 37 % des actifs financiers non bancaires totaux (équivalent à 174 % de leurs actifs bancaires), suivis par la zone euro (31 %) puis le Royaume-Uni (12 %). Par ailleurs, trois juridictions ont des actifs financiers non bancaires représentant plus de deux fois leur PIB (Pays Bas, Royaume-Uni et la Suisse) et sont assorties d'un secteur bancaire également très important. Enfin, concernant les pays émergents, si la contribution de la finance parallèle dans leur économie reste limitée (moins de 20 % du PIB pour l'Inde, la Turquie, l'Indonésie, l'Argentine, la Russie et l'Arabie Saoudite par ordre de taille décroissant), on assiste à un phénomène de rattrapage rapide avec des taux de croissance importants. Quatre pays émergents affichent même des taux supérieurs à 20 % avec en tête la Chine (+42 % sur un an en 2012), suivie de l'Argentine, de l'Inde et de l'Afrique du Sud.

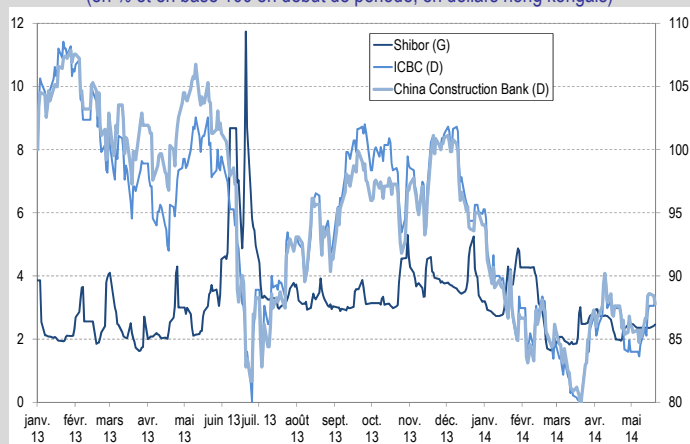
Encadré 2 : La finance parallèle en Chine : la nécessité d'une vigilance renforcée

Depuis le début des années 2000, l'expansion du crédit a été l'un des moteurs de la croissance chinoise, permettant de financer des investisseurs productifs extrêmement dynamiques, avec un taux d'investissement productif moyen de 43,3 % du PIB. Ce phénomène s'est même accéléré depuis le ralentissement économique depuis 2008. La dette publique et privée chinoise a donc quasiment doublé, passant de 130 % du PIB en 2008 à plus de 220 % en 2014, selon S&P.

A priori, les caractéristiques nationales sont plutôt rassurantes : la grande majorité des banques sont publiques (avec l'État comme prêteur crédible en dernier ressort), le ratio de crédits sur dépôts est très modéré (84 % début 2014) et le niveau officiel des créances douteuses reste symbolique (de l'ordre de 1 %). Pour autant, depuis mi-2013, des signes d'alerte se multiplient³⁴, se traduisant par de fortes tensions sur la liquidité sur les marchés interbancaires, des hausses significatives des taux interbancaires (*Shibor overnight* en particulier) et une tendance baissière des principales valeurs bancaires. La finance parallèle présente donc, *a minima*, un risque significatif et haussier pour la Chine, ce qui risque de peser sur le financement de l'économie à court et moyen terme. Pour autant, l'État a, à sa disposition, des outils puissants prudentiels et monétaires qui devraient lui permettre de contenir les risques de contagion systémique.

³⁴ *Non-bank lending in China: composition, trends and gap*, FSB SCAV/2013/20 REV, 25 octobre 2013.

Graphique 44 : Taux interbancaire *overnight* et cours des principales banques à Hong-Kong
(en % et en base 100 en début de période, en dollars hong kongais)



Sources : AMF, Datastream. * Janvier à avril 2014

Si cette expansion du crédit est pour partie culturelle en Chine, un certain nombre de facteurs inquiètent les analystes. Cette dynamique du crédit serait en effet entachée **d'un manque relatif de discipline et de transparence des institutions financières**, découlant d'un **fort aléa moral dû à une garantie implicite de l'État** (reposant sur la nature quasi-publique des banques et sur les réserves de change très élevées³⁵) mais aussi d'un probable **manque de contrôle sur le rythme et les sources de cette expansion du crédit** de la part des autorités monétaires.

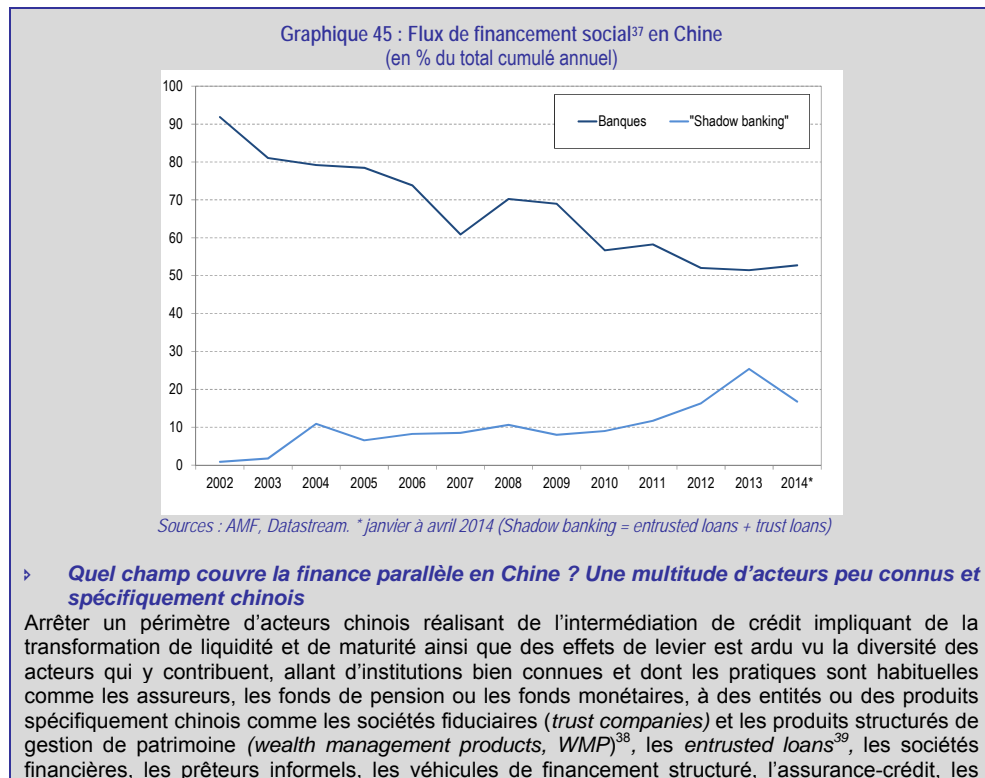
Par ailleurs, aurait joué le **manque de transparence et de comparabilité** du système financier chinois par rapport au reste du monde. En effet, d'importantes sources de crédits sortent des canaux régulés du crédit et échappent en partie aux statistiques, tels que les prêts aux entreprises transformés en créances interbancaires, les crédits inter-entreprises, les fonds de capital investissement (dont ceux à destination des collectivités locales), les prêts entre particuliers mais aussi les expositions hors bilan des banques publiques, exposées à des risques de marché, de contrepartie, de taux, etc. Ces sources de financement parallèle contribueraient à soutenir artificiellement la rentabilité de certains *corporates*, s'improvisant institutions de crédit pour de plus petites entreprises, et ce malgré l'interdiction de ce type de financement par la Banque centrale de Chine (PBoC). C'est en outre un moyen de contourner des réglementations contraignantes, en réalisant des arbitrages réglementaires entre produits financiers, comme l'interdiction des banques de financer l'acquisition de terrains ou le plafonnement des taux de rémunération des dépôts réglementés. Cela contribue à renforcer les interconnexions entre entités (pas forcément financières) qui pourront avoir des répercussions potentiellement systémiques, à entretenir certaines bulles, contre lesquelles les autorités centrales cherchent à lutter, en particulier immobilières et sectorielles (énergie). Selon la PBoC, le tiers des crédits reçus par les PME *via* la finance parallèle seraient investis dans la construction.

Le financement social³⁶, enfin, a montré le poids croissant de ces financements non bancaires, certes à partir d'un faible niveau, en particulier du fait d'*entrusted loans* et de sociétés de fiducie (*trust companies*), **dont le poids cumulé dans le TSF est passé de 1 % en 2002 à 24 % en 2013, tandis que le poids des crédits bancaires reculait sur la même période de 92 % à 52 %.**

Autre fait inquiétant : un audit des comptes publics, publié en janvier 2014, a révélé **une exposition croissante des collectivités locales à la finance parallèle**, même si leur taux d'endettement ne progressait que modérément (passant de 34,1 % en 2010 à 37,1 % du PIB) grâce à la forte croissance du PIB. 43 % de la dette totale des collectivités locales (17 900 milliards de renminbi) provient de sources non bancaires, un montant en hausse de 67 % entre fin 2010 et mi 2013.

³⁵ 3 800 milliards de dollars fin décembre 2013, excluant les réserves d'or.

³⁶ La PBoC a fait des efforts de transparence en publiant, depuis 2011, une statistique qui a alimenté les débats sur la taille de la finance parallèle : *total social financing* (TSF), capturant toute la production de nouveaux crédits par l'ensemble du système financier domestique à l'économie pendant une période donnée (mais pas le stock de crédit total), recalculée depuis 2002 et reposant sur une approche par activités et non par entités. De ce fait, il est devenu possible de calculer le financement non-bancaire de l'économie chinoise, par différence.



³⁷ La PBoC fait des efforts de transparence en publiant, depuis 2011, une statistique qui a alimenté les débats sur la taille de la finance parallèle : *total social financing* (TSF), capturant toute la production de nouveaux crédits par l'ensemble du système financier domestique à l'économie pendant une période donnée (mais pas le stock de crédit total), recalculée depuis 2002 et reposant sur une approche par activités et non par entités. De ce fait, il est devenu possible d'estimer le montant du financement non bancaire de l'économie chinoise, par différence.

³⁸ Les quelques 70 *trust companies* sont un canal d'investissement privilégié par les particuliers les plus aisés et les investisseurs institutionnels. Ces sociétés fiduciaires lèvent, en effet, généralement des fonds au travers des réseaux de gestion de patrimoine des banques pour financer une grande variété de projets plus ou moins risqués et transparents (promoteurs immobiliers, infrastructures, PME, gouvernements locaux, mais aussi portefeuilles de crédits bancaires risqués). Elles bénéficient d'un report d'actifs consécutifs à l'alourdissement des contraintes pesant sur les canaux bancaires de financement.

Les *trust companies* sont généralement indépendantes mais peuvent également être filiales de banques (*bank-trust cooperation products*). De manière générale, le financement de ces entités est fortement lié aux banques, en particulier au travers de *Wealth Management Products* (WMP), pour lesquels les banques jouent le rôle d'agent entre les investisseurs individuels à la recherche de rendements supérieurs aux dépôts bancaires et ces *trust companies*, sans pour autant les inscrire à leur bilan. Les WMP sont donc des alternatives à plus hauts rendements que les dépôts à terme, avec une maturité courte (moins d'un an et souvent même trimestriels, correspondant aux clôtures des comptes trimestriels des banques, pour ramener leur ratio de crédits sur dépôts dans la limite des 75 % autorisés). Ils sont majoritairement à destination de particuliers et d'entreprises et parfois assortis de garanties sur le capital, dans un contexte où les banques cherchent à attirer des dépôts mieux rémunérés que les taux fixés par la banque centrale pour pouvoir distribuer des crédits.

Il convient de noter que la CBRC, qui supervise les *trusts*, les exclut de sa définition de la finance parallèle.

Ces placements sont investis par les *trust companies* dans des produits moins liquides, de plus longue maturité. Cette intermédiation de crédit génère donc de la transformation de maturité ainsi que des risques de liquidité quand, à chaque fin de trimestre, les *trust companies* doivent se refinancer sur le marché interbancaire afin de compenser le retrait des financements bancaires. Par ailleurs, cela implique un allongement de la chaîne d'intermédiation de crédit et ajoute de la complexité, réduisant la transparence. Cette dernière est aussi amoindrie par le *pooling* de financement de projets réalisés par les *trust companies*. Enfin, de nombreux investisseurs pensent que les WMP émis par des banques bénéficient d'une garantie implicite du gouvernement. Ainsi, Fitch Ratings liste les risques suivants associés aux WMP : nature court terme, faible liquidité des actifs sous-jacents, forte mobilité des investisseurs dans des WMP et des asymétries entre les actifs et les passifs.

La CBRC a durci la régulation contraignant les WMP en mars 2013, en renforçant les exigences en termes de transparence et de *disclosure* ainsi que de pratiques comptables normées. En outre, au plus 35 % des actifs des WMP pourront être investis dans des crédits illiquides.

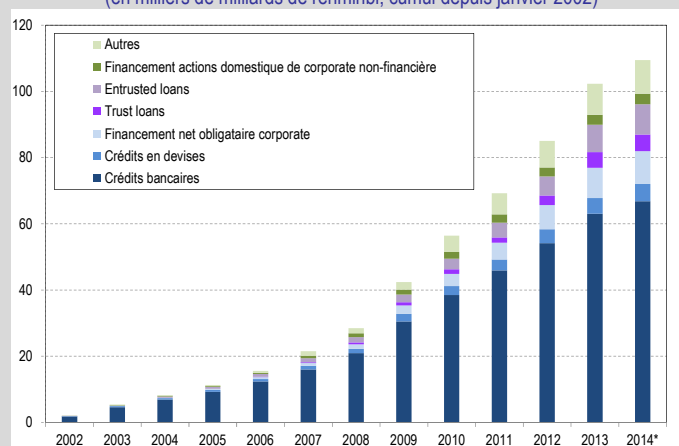
Fitch Ratings estimait en mai 2013 le stock de WMP émis à 13 000 milliards de renminbi, représentant 16 % des dépôts des banques commerciales et plus de deux fois les capitaux propres des banques. Les statistiques officielles du régulateur chinois ne sont que de 7 000 milliards de renminbi, ne prenant en compte que les intérêts courus des WMP en fin de période.

³⁹ Afin de contourner l'interdiction de prêts entre entités non-bancaires, se sont développés des crédits structurés par des banques (ou des *security firms*), où les termes de la transaction (montant, maturité, taux) sont fixés par le prêteur tandis que la banque joue le rôle de *broker* en touchant des honoraires, le crédit n'apparaissant pas à son bilan. Cela renforce donc les interconnexions entre les secteurs bancaires et non-bancaires.

intermédiaires de marché, etc. Tous ces acteurs sont, par ailleurs, fortement interconnectés entre eux mais aussi avec le système bancaire classique, ce qui est un facteur de risque pour la stabilité financière.

Au total, Credit Suisse⁴⁰ estime que plus de 40 % de l'ensemble des crédits (y compris non officiels) émaneraient de la finance parallèle. En outre, certains secteurs sont particulièrement concernés et donc à risque, comme l'immobilier, l'exploitation de mines⁴¹ ou certains groupes manufacturiers.

Graphique 46 : Flux cumulés de financement social en Chine
(en milliers de milliards de renminbi, cumul depuis janvier 2002)



Sources : AMF, Datastream, PBoC. * 2014 : janvier à avril.

- » **Multiplication des difficultés depuis 2013, frappant en particulier les trusts**

 - **Défaut évité de justesse fin janvier 2014 sur un remboursement d'un produit de gestion de fortune (WMP)⁴²** pour une valeur de 3 milliards de renminbi (365 millions d'euros) par une société fiduciaire (China Credit Trust⁴³). La banque ICBC avait décidé de ne pas supporter la perte de ce dernier dans un contexte de raréfaction de la liquidité, vu le *deleveraging* en cours, mais il est probable qu'une intervention publique/gouvernement local ait permis d'éviter ce défaut. Cette décision a été fortement critiquée comme une occasion manquée de limiter l'aléa moral.
 - **Défaut sur un prêt à la société productrice de charbon Shanxi Zhenfu Energy Group octroyé par le China Credit Trust fin janvier 2014**, suivi d'une restructuration sur fond de risque de réputation. Les pertes ont été absorbées par ICBC et China Construction Bank.
 - **Défaut de la société extractrice de charbon Shanxi Liansheng Energy début février 2014 (973 millions de renminbi) vis-à-vis de Jilin Province Trust Co. et Haitong Securities Co.**, distribué par la China Construction Bank, pour le financement.
 - **Défaut du promoteur immobilier Zhejiang Xingrun Real Estate**, avec des passifs de milliards de renminbi, vis-à-vis de 15 banques (2,4 milliards de renminbi) et de particuliers (1,1 milliard de renminbi) dans la province de Fenghua.
 - **1^{er} défaut obligataire onshore début mars 2014, sur un coupon de 4 millions de renminbi, du fabricant d'équipements solaires Chaori**, se révélant incapable de refinancer une dette en raison de la raréfaction du crédit. Ce défaut marque un tournant car l'État n'est pas intervenu, mettant ainsi fin à la garantie implicite publique des institutions financières pour les produits d'investissement. Cela marque une nouvelle étape vers des réformes et un assainissement du système financier. Ce sera la clé d'un retour de la confiance des investisseurs dans la solidité des *trusts*.
 - **Défaut de l'aciérie privée Haixin Steel, du centre de la Chine, fin mars.**

⁴⁰ *Embracing Higher Risks*, Credit Suisse, avril 2014

⁴¹ Le nombre de trusts finançant des groupes charbonniers ont quadruplé en 2013, alors que le ralentissement économique et les politiques anti-pollution ont déprécié les cours du charbon ; 13 des 50 groupes charbonniers cotés ont des ratios de dette/capitaux propres de plus de 100 %.

⁴² 2010 China Credit / Credit Equals Gold #1 Collective Trust Product, à 3 ans avec un engagement de rendement de 10 %, à comparer avec un plafond de 3 % pour les dépôts bancaires, souscrit par des particuliers fortunés et utilisé pour financer une société de mines de charbon Zhenfu Energy Group dans le Shanxi, en situation de dépôt de bilan depuis l'arrestation de son dirigeant en mai 2012, pour des soupçons de détournements de fonds.

⁴³ *China Credit Trust* est l'un des plus gros *trusts* en Chine, avec 11 milliards de renminbi sous gestion (1,3 milliard d'euros).

› **Multiplication des réponses réglementaires, afin de conforter la confiance**

Étant donné les montants en jeu et la diversité des acteurs impliqués (sphère productive, institutions financières, épargnants et État/gouvernements locaux), l'avenir de la finance parallèle conditionnera la confiance dans le système financier chinois. Les autorités cherchent donc à éviter tout mouvement de contagion de difficultés à l'ensemble du système, tout en dérégulant progressivement le système. Le gouvernement a par ailleurs annoncé en mars que cette vague de défaut allait se poursuivre et qu'il n'interviendrait qu'en cas de menace réelle pour la stabilité financière.

De ce fait, plusieurs interventions monétaires et des réformes successives ont été lancées et sont appelées à se poursuivre :

- Interventions massives de la PBoC sur les certains segments de marché, avec des injections de liquidités *via* des *reverse repos* afin de limiter les tensions sur les marchés interbancaires ;
- Durcissement des conditions de crédit, de manière à freiner le crédit et à mieux le diriger vers le financement de l'économie réelle, avec en particulier des exigences renforcées de fonds propres pour les petits établissements bancaires début 2014 ;
- Amélioration de la supervision bancaire par différents moyens : (i) clarification de la coordination des différentes autorités chinoises (régulateurs et superviseurs bancaire, assurantiel et de marché), (ii) plus stricte application des normes prudentielles afin de limiter les arbitrages réglementaires, (iii) durcissement de certaines règles (ratios de liquidité plus stricts introduits depuis juin 2013) et (iv) encouragement à une plus grande transparence (y compris sur le hors bilan) des grands établissements bancaires ;
- Avril 2014 : publication d'un projet de loi visant à étendre le nombre de collectivités autorisées à émettre de la dette de façon autonome. L'objectif ainsi recherché est d'endiguer la prolifération du financement par des véhicules opaques relevant du *shadow banking*, se substituant au crédit bancaire direct.

Parmi les pistes de réformes à plus long terme, figurent la libéralisation des taux d'intérêt et l'introduction d'un système de garantie des dépôts.

Enfin, le FSB relève des dynamiques sectorielles fortement contrastées avec certains secteurs de la gestion particulièrement dynamiques en 2012 comme les *real estate investment trusts (REITs) and funds* (+30 %), les autres fonds d'investissement (+16 %) et les *hedge funds* (+11 %, la taille de ce secteur étant *a priori* significativement sous-évaluée au vu des résultats du 2nd *hedge fund survey* de l'OICV). Inversement, les véhicules de financement structurés et les sociétés financières ont vu leurs encours d'actifs se contracter de 9,9 % et 0,6 % respectivement en 2012.

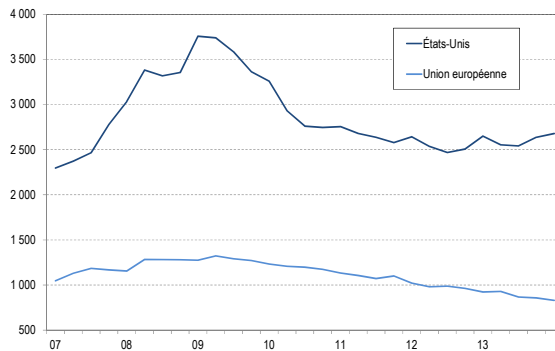
**Moindre poids
en Europe
qu'aux
États-Unis**

Le poids de la finance parallèle est très sensiblement inférieur dans l'Union européenne par rapport aux États-Unis, où les actifs de la finance parallèle restent proches des passifs bancaires, après sept années consécutives de repli. En effet, contrairement aux États-Unis, le crédit dans l'Union européenne demeure très majoritairement produit par des banques, même si l'intermédiation de crédit implique d'autres types d'institutions financières.

Pour mémoire, deux facteurs contribuent principalement à ce moindre développement relatif de la finance parallèle en Europe où les estimations évoluent du quart à la moitié des actifs bancaires, par rapport aux États-Unis.

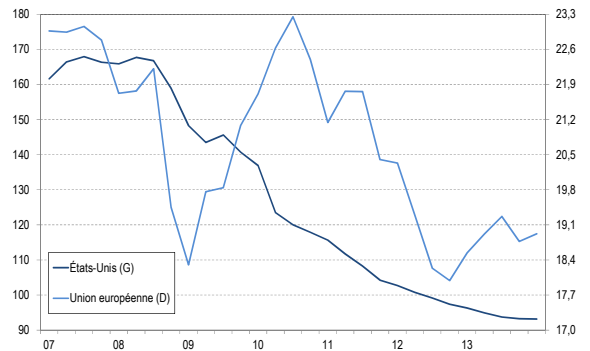
- › La titrisation y reste bien moins développée, à la fois en raison d'une émergence tardive et d'un redémarrage anémique depuis la fin de la crise, malgré les recommandations de l'OICV pour la reprise d'une titrisation de qualité et des initiatives européennes en cours. Les encours de collatéral titrisés représentaient 11,5 % du PIB en Europe contre 51 % aux États-Unis au 4^e trimestre 2013, selon l'*Association for Financial Markets in Europe* (AFME).
- › Les actifs sous gestion des fonds monétaires sont bien supérieurs outre-Atlantique (1 971 milliards d'euros, contre 912 milliards en Europe fin 2013, selon l'*Association européenne de la gestion d'actifs* (EFAMA)) avec des actifs stagnant en monnaies domestiques, impliquant des acteurs sensiblement plus hétérogènes. En France, l'AFG estime que les encours des organismes de placement collectif monétaires domiciliés en France se montaient à 316 milliards d'euros fin 2013, se contractant de 13 % sur un an.

Graphique 47 : Taille des fonds monétaires
(en milliards d'euros)



Sources : AMF, BCE, Datastream.

Graphique 48 : Taille de la finance parallèle
(en % des passifs bancaires)



Sources : AMF, AFME, BCE, Datastream, ICMA.

Des initiatives réglementaires toujours en cours

La finance parallèle représente une source de financement alternatif à la banque traditionnelle, dans un contexte d'innovation financière et de complexification, et donc de soutien à l'économie réelle et de parade au durcissement du cadre prudentiel pesant sur les banques. Ce faisant, elle engendre des risques de type bancaire, tels que la transformation de liquidité et de maturité, le recours à l'effet de levier et le transfert imparfait du risque de crédit en dehors du système bancaire traditionnel et pouvant *in fine* toucher la sphère bancaire régulée du fait de leurs interconnexions. L'objectif réglementaire est donc de limiter et de contrôler ces risques pour garantir la stabilité financière, sans pour autant brider *a priori* des financements non bancaires appropriés. Aussi les différents travaux internationaux en cours cherchent-ils à renforcer le cadre réglementaire tout en préservant un « canal utile d'intermédiation financière ».

La finance parallèle fait donc, depuis 2010, l'objet de nombreux projets réglementaires aux niveaux mondial (G20, FSB, OICV), européen (Commission européenne, ESRB), ainsi que de la part des banquiers centraux (BCE en particulier) et des régulateurs nationaux. A l'origine de nombre de ces initiatives, sur mandat du G20, le FSB a retenu une approche duale à la fois par activités et par entités afin de proposer des recommandations, qui sont en train d'être déclinées au niveau régional ou national :

- ▶ **Interactions entre les banques et les entités de la finance parallèle**, afin de s'assurer que toutes les activités des banques, y compris avec des entités de la finance parallèle, sont bien captées par les régimes de consolidation prudentielle, de contrôler les grandes expositions des banques à des contreparties données et d'introduire, pour les participations de banques dans des fonds, des exigences de capital supplémentaires, en fonction du risque, et de transparence des fonds sur les activités d'investissement. Ces travaux sont en cours.
- ▶ **Fonds monétaires**. Apparus initialement aux États-Unis vu les plafonds réglementaires sur les taux d'intérêt bancaires, les fonds monétaires investissent dans des produits de dette à court terme (*certificates of deposits, commercial papers, repo*). Ils jouent un rôle clé dans le financement à court terme des institutions financières et des entreprises, avec pour certains produits – ceux qui offrent une valeur liquidative constante (*Constant Net Asset Value (NAV) Money Market Funds -MMF*) – une forte similitude avec des dépôts bancaires. Les recommandations visant à réduire l'exposition des fonds monétaires à des risques de rachats massifs (*runs*) des investisseurs ont été publiées par l'OICV et endossées par le FSB en octobre 2012, et la Commission européenne, à la

suite du Conseil Européen du Risque Systémique, a depuis pris le relais au niveau européen, en proposant un nouveau règlement en septembre 2013⁴⁴.

- ▶ Cette proposition de réforme des fonds monétaires de la Commission prévoit un encadrement des MMF afin de renforcer leur résilience aux rachats massifs grâce à un corpus de règles portant notamment sur les actifs éligibles, les ratios de diversification, la gestion du risque de liquidité, la valorisation et la référence aux notations de crédit. Parmi les aspects positifs, on notera les dispositions permettant de réduire la dépendance aux notations de crédit (interdiction de solliciter une notation d'agence, suppression de la référence aux notations d'agence pour déterminer la qualité de crédit des titres en portefeuille). Toutefois, certaines dispositions, directement inspirées du cadre américain et du code de conduite applicable aux fonds CNAV, pourraient à ce titre ne pas répondre aux spécificités du marché français des fonds monétaires. En particulier, les ratios de diversifications proposés par la Commission, qui sont plus exigeants que ceux en vigueur dans la directive OPCVM (appliqués par la plupart des fonds monétaires français), risquent de remettre en cause le rôle central joué par ces fonds dans le financement à court terme des acteurs bancaires et corporate de l'Union. Du fait du champ limité des instruments du marché monétaire éligibles de haute qualité de crédit disponibles, les fonds monétaires français risquent de devoir réduire leur exposition à certains émetteurs bancaires et réallouer des sommes significatives afin de se conformer à ces ratios plus stricts, calqués sur ceux suivis par les fonds CNAV.
- ▶ **Véhicules de titrisation et autres entités *ad hoc* au hors bilan**, permettant de revendre des prêts sous forme de titres émis. Les conclusions du FSB, publiées en novembre 2013, ont cherché à renforcer la transparence sur ces opérations ainsi qu'à encourager une harmonisation de certaines pratiques au travers d'une standardisation des produits et d'exigences de rétention des risques. Les réflexions se poursuivent, un certain nombre de régulateurs ayant pris conscience du besoin de financements désintermédiés et à long terme l'économie pour accompagner une reprise économique. En particulier, le FSB, conjointement avec l'OICV, est en train de préciser ses recommandations (rétention des risques et incitations réglementaires pour des structures simples et transparentes par exemple, en ciblant les investisseurs non-bancaires). Par ailleurs, la Commission européenne a insisté, dans une Communication au Parlement et au Conseil en mars 2014, sur la nécessité de corriger les effets indésirables des réglementations sur l'investissement à long terme, et en particulier en lien avec la titrisation.
- ▶ **Pension livrée (ou *repo*, i.e. *sale and repurchase agreement*) et prêt-emprunt de titres**, qui sont des contrats entre deux parties de prêt de *cash* ou de titres en échange d'une cession d'actifs temporaire, moyennant le paiement d'un intérêt. En majorité à moins d'un mois, ces moyens de financement occupent une place privilégiée sur les marchés monétaires mondiaux mais sont encore très opaques, même lorsqu'ils sont compensés *via* une contrepartie centrale. Le FMI estime⁴⁵ que, globalement, un même titre était prêté en moyenne 2,5 fois en 2011 (contre 3 fois en 2007), ce qui illustre une légère réduction de la vitesse du collatéral sur cette période. De ce fait, les opérations de financement de titres permettent de réaliser du levier et de la transformation de maturité

⁴⁴ Nouveau cadre proposé par la Commission européenne pour les fonds monétaires domiciliés ou commercialisés en Europe (http://ec.europa.eu/internal_market/investment/money-market-funds/index_en.htm), afin de renforcer leur profil de liquidité et leur stabilité :

- Une gestion de la liquidité. Les MMFs devraient détenir dans leur portefeuille au moins 10 % d'actifs d'échéance maximale d'un jour et 20 % supplémentaires d'échéance maximale d'une semaine pour pouvoir honorer des demandes de retrait des fonds à court terme. Par ailleurs, l'exposition maximale par émetteur serait plafonnée à 5 % de la Valeur Liquidative (VL) du fonds afin de limiter les risques de concentration.

- La stabilité. Une réserve liquidative de fonds propres prédéterminée (coussin de 3 % de la valeur actuelle nette du fonds à constituer en 3 ans pour les fonds existants) devrait être mise en place par les fonds à VL constante (présents au Luxembourg et en Irlande, mais pas en France), afin de limiter le recours au soutien de leur sponsor pour stabiliser les remboursements au pair.

- La mise en place en interne de procédures de notation de crédit et de *stress tests*.

⁴⁵ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1212.pdf>

et donc contribuent à la procyclicité. Le FSB a publié des recommandations en août 2013 et étudie l'opportunité de l'introduction de méthodologies de calcul des décotes pratiquées et de décotes minimales (au moins sur certaines transactions), avec des réflexions en cours sur les modalités et les périmètres. De son côté, la Commission européenne a repris une partie des recommandations dans un projet de règlement portant sur la transparence de ces transactions⁴⁶.

- **Autres entités de la finance parallèle**, recouvrant une grande variété d'activités et d'acteurs, allant de l'univers de la gestion d'actif, à la réassurance de crédit, en passant par la titrisation et les sociétés financières. L'exercice consiste ici à s'assurer que toutes les entités relevant de la finance parallèle sont bien identifiées. A cette fin, des fonctions économiques ont été définies pour préciser les cinq grands types d'activités pouvant être considérées comme de l'intermédiation de crédit en dehors du système bancaire traditionnel et pouvant entraîner des risques de type bancaire⁴⁷. Pour chacune de ces fonctions économiques, ont été publiés en août 2013 des outils optionnels de politiques afin de réduire les risques pour la stabilité financière. L'approche par activité se veut prospective : pouvoir capter de futures entités réalisant le même type d'activités à risques.

Plusieurs objectifs sont donc ainsi recherchés : une meilleure identification de ces activités avec des exigences accrues, notamment en matière de transparence, un suivi renforcé de ces activités⁴⁸ et une réduction des risques systémiques associés. Ces recommandations sont d'ores et déjà en train d'être déclinées au niveau européen, comme pour les fonds monétaires et la transparence des opérations de financement de titres, et dans d'autres juridictions. Le FSB conduira, à partir de 2015, des revues internationales afin de s'assurer de l'application cohérente entre juridictions de ses recommandations, de limiter les opportunités d'arbitrage réglementaire géographique (et donc d'éviter des déplacements d'activités vers des juridictions moins-disantes) mais aussi de tirer les premières leçons si besoin et consécutivement d'adapter ses recommandations.

*Risques
associés aux
financements
de prêts de
titres*

Les *repo* et prêts-emprunts de titres (*securities financing transactions*, SFT) sont des sources capitales de financement pour les institutions financières mondiales. Par ailleurs, ils sont fondamentaux pour une bonne formation des prix, la transmission de la politique monétaire et la liquidité des marchés secondaires. Pour autant, certaines de leurs caractéristiques les rendent très sensibles aux paramètres de marché, alors même que la majorité de ces transactions sont à court (voire très court) terme. De ce fait, leur liquidité peut très rapidement s'effondrer et ils peuvent potentiellement être sources de risque de *run* à la suite d'une réévaluation soudaine des conditions d'octroi de ces contrats, comme lors de la crise financière. Ce risque reste majeur puisque, par exemple, le Financial Stability Oversight Council (FSOC) dans son rapport annuel⁴⁹ cite comme 1^{er} risque potentiel émergent la dépendance vis-à-vis de financements de gros à court terme.

Plusieurs caractéristiques des SFT contribuent à cette perception du risque, bien qu'ils bénéficient d'un traitement privilégié dans le droit de la faillite, étant exemptés de la

⁴⁶ La Commission propose 3 directions dans son projet de règlement :

- Une recommandation de *reporting* des SFT à des *Trade repositories* (TR),
- Des règles de transparence des fonds (UCITS et AIFM) vis-à-vis de leurs investisseurs sur l'utilisation de SFT,
- Et des mesures de transparence minimales (contractuelles et opérationnelles) sur la réhypothécaution du collatéral (*express knowledge of inherent risks and prior consent of the providing counterparty in a contractual agreement*).

⁴⁷ Les 5 fonctions économiques suivantes ont été identifiées, et des recommandations réglementaires ont été associées : 1) la gestion d'organismes de placement collectif présentant des caractéristiques les exposant à un risque de *run*; 2) l'offre de crédit dépendant de financements à court terme ; 3) l'intermédiation d'activités de marché dépendant de financements à court terme ou de financements sécurisés par des actifs de clients ; 4) la facilitation de crédit (*via* de l'assurance-crédit) ; et 5) la titrisation.

⁴⁸ Avec en particulier la constitution de bases de données, de référentiels centraux.

⁴⁹ FSOC annual report, mai 2014

<http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/FSOC%202014%20Annual%20Report.pdf>

suspension automatique des paiements des créanciers en cas de liquidation, ce qui les rend très proches de la monnaie.

- ▶ **La transparence très limitée entourant ces marchés (acteurs, encours, décotes, etc.),** que ce soit en termes de montants en jeu, d'acteurs impliqués, de garanties fournies et de pratiques de marché, etc. Seules certaines enquêtes de marché⁵⁰ permettent d'avoir une vision sur les grandes masses en jeu, à une fréquence limitée. Par ailleurs, certains régulateurs, en particulier la *Federal Reserve* de New York, ont amélioré le niveau de données en collectant des données granulaires sur les *repos* tripartites. Pour sa part, la BCE publie des statistiques depuis 2006 agrégées par juridiction, par type de produits, de compensations et de contreparties ainsi que les taux pratiqués. Pour autant, aucune donnée granulaire (par entité, transaction, type de collatéral, niveau de décotes, etc.) n'est disponible. Fortes de ce constat, certaines des recommandations du FSB insistent sur le besoin urgent d'une transparence renforcée, qui sera permise avec la collecte de données plus granulaires et fréquentes, au travers de la déclaration à des référentiels centraux des transactions et des stocks ou de *reportings* réglementaires. Le FSB sera, dans un second temps, en charge de l'agrégation mensuelle des données internationales puis de leur publication. Le projet de règlement de la Commission plaide pour l'option la plus ambitieuse, la déclaration des transactions à des référentiels centraux, ce qui permettra par la suite aux régulateurs (*a priori* l'ESMA) d'agrégier les données de marché.
- ▶ **Procyclicité des SFT et risque de ventes forcées (*fire sales*), en cas de défaut d'un gros acteur du marché.** En effet, il n'existe pas de cadre réglementaire permettant d'assurer une liquidation ordonnée du collatéral en cas de panique de marché. Or, les montants en jeu sont très importants, ce qui complexifie leur liquidation potentielle en particulier dans des conditions de marché stressées avec des risques de contagion associés : la *Federal Reserve* de New York estime que les portefeuilles de *repos* tripartites atteignent de 100 à 200 milliards de dollars, voire 400 milliards de dollars dans certains cas. De ce fait, le FSB a recommandé des améliorations des structures de marché entre autres *via* un encouragement à une compensation centralisée. Certains pans de la finance parallèle, et en particulier sur l'activité de *repo*, influent sur la procyclicité et la transmission de la politique monétaire. Les banques centrales doivent donc intégrer ces activités dans leur diagnostic et participer à la gestion des risques systémiques induits par la finance parallèle, afin de limiter sa procyclicité, les innovations et la complexité induites et de limiter ses interactions négatives avec la politique monétaire.
- ▶ **Risque de concentration des risques sur certaines contreparties,** à partir de niveaux déjà élevés. En effet, toutes les transactions de *repos* tripartites représentent la majorité des transactions aux États-Unis (tandis que les poids sont inversés en Europe). Or, toutes ces transactions sont compensées par les deux uniques banques, JP Morgan Chase et Bank of New York Mellon, qui sont en charge de la gestion du collatéral et des services de *settlement*. Un scénario de difficulté de l'une de ces deux contreparties pourrait donc avoir des répercussions majeures sur le marché.
- ▶ **Les SFT peuvent être un moyen de recourir à l'effet de levier et donc de contribuer à la procyclicité lors d'un retournement de marché.** Le niveau de levier dépend, entre autres, des taux de décotes minimales pratiquées : une sur-collatéralisation limite mécaniquement la quantité de collatéral apporté en garantie dans la transaction qui pourra être réutilisée. Deux recommandations du FSB, qui sont encore en cours de finalisation, visent à limiter la baisse possible des décotes pratiquées dans des transactions de SFT non compensées centralement : des standards méthodologiques de calcul des décotes et des décotes minimales pour certaines transactions (*a priori* pour les financements fournis par des banques ou des intermédiaires de marché à d'autres

⁵⁰ Par exemple ICMA European repo market survey semestriel <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo/latest/>

types d'entités contre du collatéral non souverain) afin de limiter un recours excessif à l'effet de levier et la pro-cyclicité associée. Au-delà de l'objectif, il n'est pas certain que le fait d'imposer des décotes minimales contribue effectivement à réduire le levier et la pro-cyclicité associée. Elles n'empêcheront pas qu'en cas de crise, les décotes pratiquées explosent avant que ce canal de financement ne se ferme complètement. Par ailleurs, ce type de règles peut toujours être suivi d'une modification voire d'une dégradation des pratiques de marché, avec les minima qui deviennent la règle de marché, potentiellement associés à une dégradation des analyses des risques pratiquées par les acteurs, ou bien à des arbitrages avec d'autres produits financiers non régulés et à effet équivalent.

- » **Réutilisation des titres et chaînes de collatéral.** L'un des risques identifiés par le FSB découle du difficile (voire impossible) déblocage des positions en cas de faillite d'un acteur ou de panique de marché, en raison de longues chaînes de collatéral, découlant de leur réutilisation. Le cadre protecteur du droit du titre français protège de ce risque puisque toutes les transactions de SFT sont régies par le principe de « pas de débit sans crédit », ce qui garantit en tout instant un unique détenteur de titres mis en collatéral. De ce fait, ces transactions impliquent un plein transfert de propriété sur la durée du contrat. Donc, la contrepartie recevant le collatéral peut en faire usage pour réaliser d'autres opérations, tant qu'il est en mesure de le restituer en temps et en heure, selon les termes de l'accord-cadre conclu. Le FSB et la Commission européenne recommandent néanmoins plus de transparence afin que les donneurs de collatéral apportent explicitement leur accord et aient des moyens de savoir si leur collatéral est effectivement réutilisé.
- » **Risque de pénurie (ou du moins de tensions sur l'offre) de collatéral de qualité.** Le collatéral est une protection contre le risque de contrepartie. Or, la multiplication des exigences de collatéralisation (EMIR, Dodd Frank Act, recommandations du FSB sur les SFT, en particulier les décotes minimales, etc.) ainsi que le renforcement des règles prudentielles (ratios de liquidité et de levier en particulier) ont tendance à accroître la demande de collatéral de qualité et à en limiter la liquidité. Les estimations de l'impact cumulé des réglementations varient très sensiblement, allant de 100 milliards de dollars à 4 000 milliards d'euros (*voir tableau ci-dessous*), alors même que leur stock de très haute qualité est contraint par des notations souveraines, qui ont été pour certaines dégradées ces dernières années, ainsi que par les dynamiques de financement des gouvernements et des *corporates* et par l'évolution des politiques monétaires. Or, la très grande majorité des transactions de SFT, toutes juridictions confondues, utilise principalement du collatéral souverain, en particulier de haute qualité. Ce risque de pénurie⁵¹ est, par exemple, mentionné comme un risque majeur dans le rapport de l'*European Repo Council*⁵², et devrait se traduire par une correction des prix à la hausse pour le collatéral de meilleure qualité.

⁵¹ *Mind the gap? Sources and implications of supply-demand imbalances in collateral asset markets*, I. Fender et U. Lewrick, BIS Quarterly Report, septembre 2013

⁵² *Collateral is the New Cash: the Systemic Risks of Inhibiting Collateral Fluidity*, ICMA, avril 2014
<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/icma-european-repo-market-reports-and-white-papers/collateral-fluidity/>

Tableau 6 : Estimation des exigences de collatéral supplémentaires pour les transactions de gré-à-gré compensées centralement

Institutions (par ordre croissant d'impact)	Exigences supplémentaires de collatéral	Hypothèses de l'estimation
FMI (avril 2012)	100 à 200 milliards de dollars	Le passage à la compensation centralisée accroîtra la demande de collatéral pour les marges initiales et les fonds garantis.
Banque d'Angleterre (octobre 2012)	130 à 450 milliards de dollars	Impact sur les marges initiales pour les <i>swaps</i> de taux d'intérêt (IRS) et les CDS dans des conditions de marché normales et 80 % des transactions compensées centralement
BRI (mars 2012)	720 milliards de dollars	Impact sur les marges initiales pour les <i>dealers</i> et les <i>non-dealers</i> , sous l'hypothèse que toute la compensation pour les IRS et les CDS se fait dans une unique chambre pour chaque produit (pour réduire l'impact négatif du <i>netting</i>)
Oliver Wyman / Morgan Stanley (avril 2013)	750 milliards de dollars d'ici à 2015 1 400 milliards de dollars d'ici à 2018	Combinaison d'exigences renforcées pour les marges initiales à court terme pour les transactions compensées centralement avec un montant à plus long terme pour les transactions non compensées. Impact de l'incapacité des parties prenantes à « netter » leurs positions entre régions et chambres de compensation.
Trésor Américain (T2 2013)	800 à 2 000 milliards de dollars	Forte hausse de la demande de collatéral de qualité du fait de l'accroissement des volumes de marges initiales exigées et d'exigences strictes de collatéral éligible
CGFS (mai 2013)	4 000 milliards de dollars	Somme des estimations des exigences supplémentaires découlant des règles de liquidité, des marges initiales pour les dérivés compensés centralement ou non

Sources : AMF, Barclays⁵³, ICMA.

- **Transmission de la politique monétaire et liquidité du marché interbancaire.** Plus structurellement, le fonctionnement du refinancement banque centrale, comme du marché interbancaire, sera également affecté par un durcissement des règles concernant les *repos* (entre autres *via* la qualité et la disponibilité de collatéral ainsi que sa réutilisation). C'est en effet le canal de fourniture de liquidités des banques centrales aux banques, ainsi qu'une source de liquidité pour les banques, et donc de levier. Or, les prêts/emprunts de titres et les *repos* reposent sur les valorisations au prix de marché (*mark-to-market*), ce qui peut conduire, en cas de régulation inappropriée, à une accélération des appels de marge, à un durcissement des critères d'éligibilité du collatéral puis *in fine* à l'inéligibilité de certaines classes d'actifs comme collatéral dans des situations de stress, accélérant des tensions financières nées de ventes forcées.
- **Arbitrages réglementaires et déplacement des transactions vers la sphère non régulée.** Ce risque est particulièrement important compte tenu du déplacement en cours des financements non sécurisés vers des marchés monétaires sécurisés dans les financements bancaires et d'exigences de capitaux propres renforcées pour les entités non réglementées. Par ailleurs, les règles de réutilisation et de réhypothécaion du collatéral, destinées à clarifier les chaînes de réutilisation du collatéral et à encadrer le recours à l'effet de levier, pourraient aussi devenir plus strictes. Cela souligne un risque d'assèchement de la liquidité si les règles sur le *repo* étaient mal calibrées. Il faut donc en particulier veiller à limiter les incohérences réglementaires, qui pourraient potentiellement nourrir des arbitrages au profit de la finance parallèle, c'est-à-dire l'exploitation de différents traitements réglementaires entre secteurs et/ou pays fortement régulés et d'autres où certaines activités financières similaires sont exercées sans la même exigence en termes de régulation ou de supervision. Afin de permettre un traitement équitable international (*level playing field*) et d'éviter un déplacement géographique des activités du secteur bancaire parallèle, il est donc capital de ne pas se limiter à la dénomination ou à la forme juridique d'une entité, mais à la nature de son activité, dans une approche coordonnée au niveau international.

⁵³ *Much Ado about Collateral: Recent Changes in the Regulatory landscape for OTC Derivatives and the Potential Impact on Collateral*, Barclays, février 2014

Encadré 3 : *Too big to fail ?*

Des travaux internationaux ont été lancés en 2010, par le Conseil de Stabilité Financière (FSB)⁵⁴, visant à encadrer les entités *too big to fail* (i.e. trop importantes pour pouvoir faire faillite). Les institutions financières d'importance systémique sont définies comme celles dont les difficultés ou la faillite désordonnée pourraient causer, en raison de leur taille, de leur complexité et de leur interconnexion systémique, un dysfonctionnement significatif du système financier et de l'économie réelle. Afin d'éviter de tels risques systémiques et donc de garantir la stabilité financière globale, une fois désignée, ces entités sont soumises à des mécanismes de redressement et de résolution, de supervision renforcée et de capacité d'absorption renforcée des pertes, proportionnels aux risques systémiques et cohérents entre secteurs.

Deux méthodologies d'identification d'entités globalement systémiques ont d'ores et déjà été développées pour les **banques** et les **assurances** et ont conduit à la désignation publique d'entités, respectivement par le Comité de Bâle (BCBS)⁵⁵ et l'IAIS⁵⁶. En outre, des **infrastructures de marché** sont également considérées comme systémiques.

Pendant de ces deux premiers chapitres, le FSB, conjointement avec l'OICV (Organisation Internationale des Commissions de Valeurs), conduit des travaux méthodologiques de désignation des entités non bancaires et non assurantielles d'importance globalement systémique. trois méthodologies sectorielles spécifiques ont donc été proposées, en janvier 2014, pour les **sociétés financières, les intermédiaires de marché et les fonds d'investissement/gestion d'actifs**⁵⁷ et soumises à consultation jusqu'en avril 2014. S'y ajoute une méthodologie par défaut, résumant les principes fondateurs devant être utilisés pour développer, à l'avenir, d'éventuelles nouvelles méthodologies. Ces méthodologies sont encore en cours de finalisation.

Une ligne directrice de ces travaux est la recherche de cohérence entre les différentes méthodologies. De ce fait, les 5 mêmes facteurs d'impact que pour les banques et les assurances ont été utilisés : la taille (qui sert également de seuil de matérialité, afin de réduire le périmètre d'entités concernées⁵⁸), l'interconnexion, la substituabilité, la complexité et la présence globale. Des indicateurs de risque spécifiques à chaque secteur ont été développés pour ces facteurs d'impact afin de qualifier le caractère potentiellement systémique des entités sous revue.

Plusieurs questions structurantes doivent encore être tranchées afin de finaliser des méthodologies, dont se sont faites écho les nombreuses réponses reçues de l'industrie à la consultation.

Quelles garanties de cohérence entre les différentes méthodologies ? Enjeux de *level playing field*

Au-delà des objectifs affichés de convergence et de cohérence entre secteurs (bancaire et assurantiel d'une part, autres entités d'autre part) tant en termes de désignation que de mesures de supervision renforcée, ces approches sectorielles posent un certain nombre de questions et risquent de donner lieu à des arbitrages réglementaires. En particulier, à l'approche retenue par « acteurs » pourrait être opposée une approche par « activités » conduites par des institutions financières, qui

⁵⁴ *Reducing the moral hazard posed by SIFIs (SIFI Framework)*
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf

⁵⁵ Concernant les banques, l'exercice annuel de désignation a déjà été conduit à deux reprises, conduisant à l'identification de 29 entités en novembre 2013 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131111.pdf), classées par *buckets* de capital additionnel exigé afin de pouvoir absorber les pertes :

- *Bucket 1* (3,5 %) :
- *Bucket 2* (2,5 %) : HSBC, JP Morgan
- *Bucket 3* (2 %) : Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Deutsche Bank
- *Bucket 4* (1,5 %) : Bank of America, Credit Suisse, Goldman Sachs, Groupe Crédit Agricole, Mitsubishi UFJ FG, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, UBS
- *Bucket 5* (1 %) : Bank of China, Bank of New York Mellon, BBVA, Groupe BPCE, Industrial and Commercial Bank of China Limited, ING Bank, Mizuho FG, Nordea, Santander, Société Générale, Standard Chartered, State Street, Sumitomo Mitsui FG, Unicredit Group, Wells Fargo

⁵⁶ En juillet 2013, de premiers assureurs ont été désignés comme systémiques par l'IAIS (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130718.pdf), alors que les mesures qui seraient appliquées n'étaient pas encore finalisées, ce qui a nourri une certaine incertitude sur les marchés. La liste arrêtée est la suivantes, le classement étant alphabétique : Allianz SE, American International Group, Inc., Assicurazioni Generali S.p.A., Aviva plc, Axa S.A., MetLife, Inc., Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd., Prudential Financial, Inc. et Prudential plc.

⁵⁷ http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140108.pdf

⁵⁸ Les seuils de matérialité actuellement proposés sont les suivants : pour les sociétés financières et les intermédiaires de marché, 100 milliards de dollars d'actifs totaux bilanciaux ; pour les fonds classiques, 100 milliards de dollars d'actifs nets sous gestion ; pour les *hedge funds*, 100 milliards de dollars d'actifs nets sous gestion ou 400 à 600 milliards de dollars de *gross notional exposure* (i.e. la somme des valeurs absolues de toutes les positions courtes et longues, en considérant la valeur notionnelle des dérivés (delta-ajusté quand autorisé). L'objectif ainsi recherché est de s'aligner au maximum sur les méthodologies bancaires et assurantielles afin de garantir une cohérence maximale entre secteurs.

pourraient impliquer des risques systémiques. En effet, certaines activités (ou comportements) contribuent à renforcer l'interconnexion de la sphère financière comme les dérivés, les opérations de financement de titres ou bien encore un niveau de levier important. Or, toutes les méthodologies raisonnent à partir d'une approche bilancielle des entités, ce qui peut entraîner à la fois une sous-évaluation de certains risques (par exemple dans le cas de *netting* de positions de dérivés ou de levier très élevé) ou inversement une surestimation du caractère systémique de certaines entités (par exemple un gros fonds d'investissement exposé à des produits de taux).

Par ailleurs, l'objectif est de raisonner au niveau le plus consolidé possible de l'entité mère afin de prendre en compte les risques les plus larges possibles. Pour certains secteurs, la majorité des acteurs significatifs sont des filiales de groupes bancaires ou assurantiels, potentiellement déjà désignés comme systémiques ou du moins analysés à partir de ces schémas méthodologiques. Se poserait donc la question d'une re-désignation d'entités, si l'on considérait que l'intégralité des risques n'a pas été prise en compte lors du 1^{er} exercice (en particulier en cas d'actifs non consolidés). C'est par exemple le cas des intermédiaires de marché, qui sont dans leur très grande majorité des filiales de grands groupes bancaires et donc déjà analysés avec la méthodologie du BCBS, ce qui limite les enjeux à l'heure actuelle pour ce secteur. Pour autant, comment traiter les *challengers*, qui risquent de se voir appliquer des règles potentielles plus strictes (ou du moins différentes) de celles appliquées aux leaders du marché et qui subiraient donc potentiellement un désavantage concurrentiel. Il conviendra enfin de clarifier les questions de consolidation comptable et prudentielle, afin de nouveau de proposer des règles claires, comparables et intelligibles à ces institutions financières.

Quelle approche pour l'univers de la gestion ?

L'OICV et le FSB ont proposé, dans leur projet de méthodologie mis en consultation en janvier 2014, d'**approcher le caractère potentiellement systémique de la gestion d'actifs à partir des fonds d'investissement**, et non pas des gestionnaires ou des gestionnaires et leurs fonds, et de laisser ouverte la question des familles de fonds⁵⁹. Plusieurs arguments sous-tendent ce raisonnement :

- ▶ Les expositions économiques, découlant du portefeuille d'actifs sous gestion, sont créées au niveau des fonds. C'est ce portefeuille qui engendre une exposition au système financier (*via* ses engagements avec des contreparties, son niveau de levier, etc.). Les stratégies et profils de risque des fonds proposés par un même gestionnaire peuvent être extrêmement variés. Les investisseurs dans des fonds sont, par définition, exposés à des pertes en capital et des fonds sont régulièrement ouverts et fermés.
- ▶ Les actifs des fonds sont conservés par des entités légalement indépendantes et séparées gestionnaires (les *custodians* ou dépositaires). De ce fait, les actifs du fonds ne sont pas consolidés dans ceux du gérant, dont les actifs et les fonds propres sont généralement très limités. Un gestionnaire ne peut recourir aux actifs de ses fonds pour honorer ses propres créances ni prendre de positions sur son bilan : il agit pour le compte du fonds.
- ▶ Enfin, les données nécessaires à la mise en œuvre des méthodologies sont (ou seront) disponibles au niveau des fonds, que ce soit aux États-Unis (avec le SEC/CFTC *Form PF/PQF*) ou en Europe avec les exigences de transparence imposées par le *reporting* AIFMD et UCITS.

Pour autant, il est opposable à cette approche que des fonds pourront très aisément, afin d'échapper à une désignation, être divisés en plusieurs fonds pour faire revenir leurs actifs sous gestion sous le seuil de matérialité.

Inversement, certains plaident pour une **approche à partir des gestionnaires d'actifs** estimant que :

- ▶ Des risques potentiellement systémiques pourraient découler d'activités et de positions prises sur certains marchés (en particulier des transactions dans le cadre de la gestion des risques (dérivés) ou d'opérations de financement de titres, tels que de prêts-emprunts de titres ou des *repos*). Les encours peuvent être très importants en agrégeant l'ensemble des positions prises par les fonds d'un gérant ainsi que des positions pouvant être créées directement au niveau de la société de gestion (par exemple des couvertures de risques centralisées au niveau du groupe dans une optique d'optimisation).
- ▶ Les gérants sont exposés à des risques opérationnels et de réputation, qui pourraient entraîner un *run* sur leurs fonds.

Néanmoins, dans certaines juridictions (en particulier en Europe), les *asset managers* ont à leur disposition des outils qui leur permettent de limiter les conséquences potentiellement systémiques de difficultés que leurs fonds pourraient traverser (comme des *redemption gates*, des *side-pockets*, des suspensions temporaires de rachats, etc. qui figurent parmi les recommandations du FSB pour les autres entités de la finance parallèle). En outre, en cas de défaillance d'un *asset manager* et dans une situation normale de marché, les actifs des fonds étant détenus par un tiers (dépositaire/*custodian*), ceux-ci pourront être transférés vers un autre dépositaire.

A priori, l'AMF ne considère pas que la gestion soit porteuse de risques systémiques comparables à ceux induits par les banques, les assurances ou les infrastructures de marché d'autant que l'industrie est régulée avec des outils spécifiques sectoriels adaptés aux risques propres (ou le sera

⁵⁹ Chercher à analyser des familles de fonds impliquerait de pouvoir définir des stratégies d'investissement similaires ou identiques gérées par un même gérant d'actif.

comme pour les fonds monétaires). Pour autant, l'AMF est activement impliquée dans les travaux du FSB comme de l'OICV, afin de pouvoir identifier d'éventuelles entités spécifiques, combinant des caractéristiques qui pourraient en faire des entités *too big to fail* comme, par exemple, des entités de taille très importante, complexes, interconnectées et avec une présence globale. De ce fait, des difficultés, voire une faillite, de ces entités pourraient remettre en question la stabilité du système financier.

Enfin, les enjeux spécifiques découlant de la gestion sous mandat⁶⁰, des fonds souverains ou des fonds de pensions devront être clarifiés.

Quels impacts d'une désignation ?

Le mandat donné par le G20 au FSB ne couvre que l'élaboration de méthodologies. Il n'implique ni la désignation des entités, ni l'élaboration des recommandations associées, consécutives à une désignation éventuelle. Ce manque de visibilité sur les conséquences de la désignation complexifie à la fois les travaux méthodologiques et la bonne compréhension par l'industrie de la démarche conduite, avec des craintes de voir le schéma bancaire (impliquant entre autres une supervision prudentielle renforcée et du capital réglementaire additionnel) appliqué à une industrie très sensiblement différente.

1.6. Émergence des monnaies virtuelles : risques ou opportunités ?

Dans le contexte de rétablissement progressif de la confiance envers les marchés financiers et d'une certaine défiance vis-à-vis de la sphère financière traditionnelle, les investisseurs, échaudés par les mauvaises performances des placements traditionnels durant la crise, semblent de plus en plus friands de placements alternatifs et potentiellement plus risqués. L'AMF a d'ailleurs appelé, à de nombreuses reprises, les épargnants à la plus grande vigilance en matière de placements atypiques proposés au public (livres et manuscrits, œuvres d'art, panneaux solaires, timbres, vin ou bien encore diamants). Participant en partie de cette mouvance, depuis 2009, un nouveau type de « placement » se développe : les monnaies virtuelles. Il importe de s'interroger sur leurs implications et donc les risques associés.

Qu'est-ce qu'une « monnaie virtuelle » ?

La BCE définit une monnaie virtuelle comme toute monnaie non régulée et numérique, qui est émise et généralement contrôlée par ses développeurs, et qui est utilisée et acceptée par les membres de communautés virtuelles spécifiques. Une telle monnaie implique donc la proposition, dans la sphère virtuelle (internet), d'une unité de compte stockée sur un support électronique et de moyens de paiement, qui permettent d'échanger des biens et services commercialisés sur internet, sans avoir recours à une monnaie ayant cours légal. En tant que tel, comme le précise la Banque de France⁶¹, une monnaie virtuelle ne remplit que partiellement les trois fonctions traditionnelles de la monnaie : 1) une unité de compte (*i.e.* une unité standardisée permettant de mesurer la valeur des flux et stocks de biens, services et actifs) ; 2) un instrument d'échange, moyen de faciliter les transactions commerciales, et 3) une réserve de valeur, permettant de stocker une valeur pour l'utiliser dans le futur. Pour autant, les monnaies virtuelles ne sont pas des monnaies électroniques – qui sont, elles, régulées selon la Directive Monnaie Electronique – dans la mesure où elles ne sont pas émises contre remise de fonds aux fins d'opérations de paiement⁶².

⁶⁰ La question du traitement des *separately managed accounts* (les mandats, *i.e.* des actifs dont la gestion est confiée à un gérant avec un mandat précis par un investisseur donné) n'est pas encore tranchée, le WS3 considérant que la question de leur caractère systémique devra être approfondie, vu leur poids dans le monde de la gestion. Le rapport de l'OFR de septembre 2013 cite les encours suivants à fin 2012 : *registered investment advisors separate account* : 10 076 milliards de dollars, *insurers separate accounts* : 2 070 milliards de dollars et *bank holding companies separate accounts* : 10 377 milliards de dollars.

⁶¹ Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin, Focus n°10, Banque de France, décembre 2013.

⁶² Une monnaie électronique est définie dans la Directive Monnaie Electronique (2009/110/CE) comme une valeur monétaire, substitut à l'argent liquide (pièces et billets), stockée sous une forme électronique, y compris magnétique (dispositif électronique, serveur distant, téléphones portables ou compte de paiement en ligne), représentant une créance sur l'émetteur, qui est émise contre la remise de fonds aux fins d'opérations de paiement et qui est acceptée par une personne physique ou morale autre que l'émetteur de monnaie électronique.

Tableau 7 : Matrice des différents types de monnaie

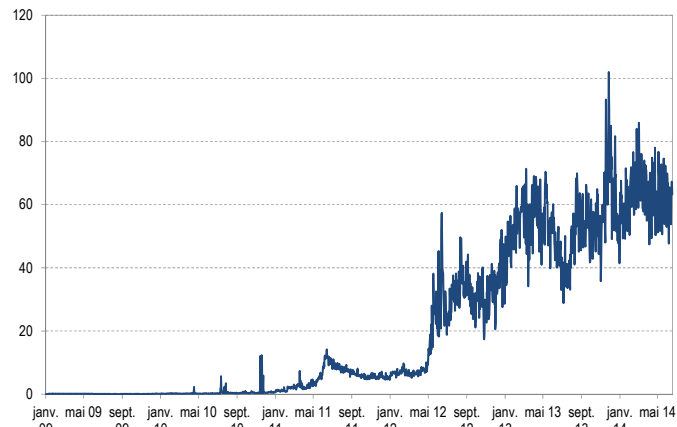
Statut légal	Format de la monnaie	
	Physique	Digital
Non régulé	Certains types de monnaies locales	Monnaies virtuelles
Régulé	Billets et pièces	E-monnaies
		Monnaies commerciales des banques (dépôts)

Source : BCE 2012.

Un développement très rapide de ces monnaies

Ces monnaies connaissent un développement spectaculaire tant en termes de volumes concernés que d'offre. Ainsi, depuis 2012, les volumes traités quotidiennement ont véritablement explosé (quelque 40 000 transactions d'achat de biens et services sont actuellement libellées en bitcoins quotidiennement) tandis qu'on dénombre déjà plus d'une centaine de monnaies virtuelles. Créé en 2009, le bitcoin est la principale de ces monnaies (voir encadré), concentrant, début 2014, près de 90 % du marché. On peut également citer le LiteCoin, le Webmoney, Perfect Money, Ven, Ripple, le DogeCoin, l'InfiniteCoin ou bien encore Amazon Coins.

Graphique 49 : Nombre de transactions de bitcoins par jour (en milliers)

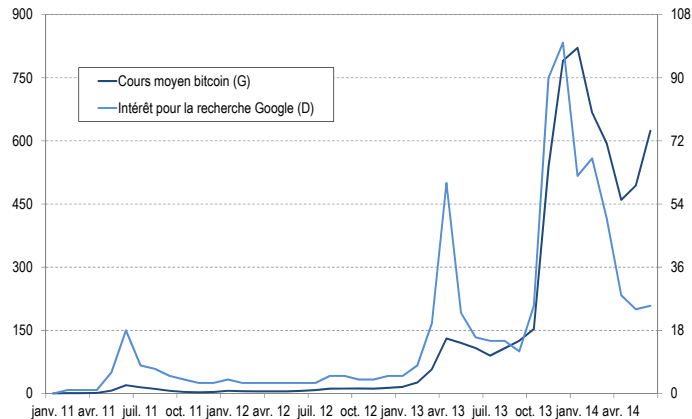


Sources : AMF, Blockchain.info.

Si les monnaies virtuelles sont dépendantes de technologies et d'infrastructures informatiques (systèmes de paiement) pour exister, elles le sont encore plus pour être obtenues ou échangées. On a d'ailleurs pu constater une forte corrélation entre le cours du bitcoin depuis début 2011 et l'intérêt pour cette monnaie sur un moteur de recherche de référence. Le succès des monnaies virtuelles, et donc l'appréciation de leur valeur, découlent ainsi de forts effets de réseaux et de comportements moutonniers, et donc d'une demande croissant rapidement, permettant des prophéties auto-réalisatrices d'appréciation des bitcoins.

La Directive vise à encadrer le développement de nouveaux services innovants et sûrs pour la monnaie électronique, à faciliter l'accès au marché pour les nouvelles entreprises et à encourager une véritable concurrence entre les acteurs du marché. Le régime de surveillance prudentielle des établissements de monnaie électronique a été adapté aux exigences imposées aux établissements de paiement par la directive sur les services de paiement.

Graphique 50 : Bitcoin : un e-phénomène
(contre dollars et indice Google)



Sources : AMF, Blockchain.info, Google trends. Note : Données de juin 2014 partielles.

De multiples manières d'acquérir des monnaies virtuelles

Les investisseurs peuvent acquérir des monnaies virtuelles par différents canaux. D'une part, des moyens directs permettent d'investir dans ces monnaies, soit en minant (*mining* en anglais), c'est-à-dire en dédiant des serveurs à la résolution des algorithmes à la source même du bitcoin (*voir encadré sur le bitcoin*), soit en concluant une transaction bilatérale avec un autre investisseur en détenant ou bien encore en achetant des options sur internet⁶³. Des participations au marché pourraient transiter par une plateforme⁶⁴ de *crowdfunding* par exemple. D'autre part, des moyens indirects existent également, *via* une plateforme ou un établissement de paiement⁶⁵, ou bien encore en les empruntant.

Avantages des monnaies virtuelles

Au-delà de leur aspect novateur (innovation financière synonyme d'alternative de paiement et de placement pour les investisseurs), les monnaies virtuelles affirment présenter de nombreux atouts par rapport à des monnaies électroniques ou à des monnaies ayant cours légal : moindre prix de transaction⁶⁶, rapidité d'exécution, caractère quasi universel et indépendant du système bancaire traditionnel, et large garantie d'anonymat des contreparties de la transaction (donc une difficile traçabilité).

Cependant, par rapport aux autres moyens de paiement, elles impliquent également un grand nombre de risques, en particulier juridiques, qui seront développés dans la partie suivante. Ces monnaies sont, en outre, exposées à une forte volatilité (nombreux *flash crash* depuis début 2013), bien supérieure à celle des devises traditionnelles ou de l'or.

Un développement rapide des utilisations possibles des monnaies virtuelles

L'Autorité Bancaire Européenne (EBA) précise⁶⁷ que les monnaies virtuelles, qui ne sont ni émises, ni garanties par une banque centrale, ont été initialement utilisées comme des

⁶³ <http://fr.anyoption.com/options-Bitcoin> ou <http://www.optionsdigitales.com/options-binaires/les-options/Bitcoin>.

⁶⁴ Par exemple <http://coinfunder.com/> ou <http://www.raisebitcoins.com/>.

⁶⁵ Par exemple, Paymium utilise un établissement de paiement agréé par la Banque de France : LemonWay (<http://paymium.com/#services>).

⁶⁶ Les transactions en bitcoins sont estimées comme étant 2 à 3 fois moins chères que celles transitant via des banques. Néanmoins, cet avantage concurrentiel est appelé à se réduire au vu du renchérissement progressif du *mining*, avec des investissements associés de plus en plus importants en termes de *hardwares* nécessaires et de consommation électrique dans un contexte où les rendements sont décroissants.

⁶⁷ Note de l'EBA d'avertissement aux consommateurs concernant les monnaies virtuelles de décembre 2013 <http://www.eba.europa.eu/-/eba-warns-consumers-on-virtual-currencies>.

moyens de paiement dans le cadre de jeux vidéo ou de réseaux sociaux⁶⁸. Pour autant, elles peuvent être employées pour régler des transactions sur internet dans cette monnaie⁶⁹, pour effectuer des transferts de fonds voire pour réaliser des transactions dans l'économie réelle auprès de commerçants l'acceptant⁷⁰, utilisant internet ou non, à moindre coût et sans intermédiation bancaire. Quelque 20 000 sociétés marchandes offriront déjà la possibilité de règlement en bitcoin. L'offre de tels services de paiement comprend une forte composante de communication et de marketing, qui est véhiculée, entre autres, au travers de réseaux sociaux et repose largement sur la confiance.

Cela a impliqué la mise en place de services permettant leur convertibilité contre des monnaies ayant cours légal. A titre d'exemple, ont été créés des distributeurs de bitcoins dans certains pays comme le Canada, Hong Kong, la Finlande, la Slovaquie, la Suisse et, depuis mai 2014, la France (Paris et Bordeaux).

Par ailleurs, l'offre de produits financiers adossée à des monnaies virtuelles s'élargit très rapidement. Il est, par exemple, possible de placer ses fonds dans des supports d'investissement en lien avec des monnaies virtuelles, comme aux États-Unis (Bitcoin Investment Trust⁷¹, Pantera Bitcoin Partners⁷², projets d'ETF Bitcoin⁷³) ou à Singapour. L'offre se développe également en Europe mais resterait, d'après l'ESMA⁷⁴, encore marginale, avec les *Contracts for Difference* (CFD) proposés par deux sociétés d'investissement MIF⁷⁵ et un *hedge fund* Exante Ltd agréé en octobre 2012 à Malte et investissant en bitcoin. A été lancée, par Coinfloor, à Londres en octobre 2013, une *trading venue* (opérationnelle depuis mars 2014), qui permet à des investisseurs institutionnels de traiter des blocs OTC de bitcoins en tout anonymat, en partenariat avec une institution financière régulée par la *Financial Conduct Authority* comme teneur de marché. Par ailleurs, le groupe américain Tera Inc. a finalisé le 1^{er} swap de bitcoin contre USD entre deux sociétés américaines fin mars 2014, portant sur plusieurs millions de dollars de bitcoins.

Sont également concevables des opérations d'augmentation de capital de sociétés cotées ou non, ou le paiement de dividendes en monnaies virtuelles, ce qui pose de nouveau la question de leur qualification juridique (apport ou paiement en numéraire ou en nature) tandis que des sociétés dont les titres font l'objet d'offres au public pourraient exposer directement ou indirectement l'investisseur aux monnaies virtuelles.

⁶⁸ Il convient par exemple de rappeler que le nom de l'ancienne principale de plateforme d'échange de bitcoin, « Mt. Gox » signifie *Magic The Gathering Online' eXchange*. C'était initialement une plateforme d'échange de cartes du jeu *Magic the Gathering* d'inspiration médiévale-fantastique avant de proposer des échanges de bitcoins.

⁶⁹ On a vu aussi se développer des offres de donation libellées en monnaies virtuelles par des organismes ou des projets tels que Wikileaks.

⁷⁰ Une liste de ceux acceptant un tel paiement figure sur <http://www.Bitcoin.fr/post/2010/12/30/Que-faire-avec-mes-Bitcoins#main>. Par ailleurs, une tendance à la multiplication des instruments permettant d'utiliser les monnaies virtuelles semble émerger, avec par exemple une offre de cartes de paiement à Chypre adossées à des comptes en monnaies virtuelles, des bornes de change de bitcoin au Canada -en projet en République tchèque et en Italie-, ou un projet d'impression de pièces de monnaie en bitcoin sur l'île d'Aurigny, en partenariat avec la Banque d'Angleterre.

⁷¹ Le BIT est un véhicule d'investissement privé et ouvert, investi exclusivement en bitcoins et sponsorisé par un broker enregistré par FINRA (ACAM).

⁷² Fonds lancé en mars 2014 entièrement dédié à la monnaie virtuelle de 150 millions de dollars, dans lequel ont pris des participations Fortress Investment Group, Ribbit Capital et Benchmark.

⁷³ *Fortress Investment Group* et les frères Winklevoss sont en train de lancer des ETF adossés au bitcoin.

⁷⁴ ESMA : L'ESMA s'est penché sur la question spécifique du bitcoin, au vu de son utilisation croissante en tant que produit d'investissement spéculatif et non pas comme une monnaie pour réaliser des échanges.

⁷⁵ Deux sociétés MIF, respectivement régulées par la UK FCA et la Banque d'Irlande, traitent d'ores et déjà des CFD sur bitcoin et litcoin : Plus500 et Ava Capital Markets Ltd. De ce fait, elles sont autorisées à opérer dans toutes les juridictions européennes, *via* une offre de services gratuits. Plus500 classe ses CFD dans la catégorie Forex.

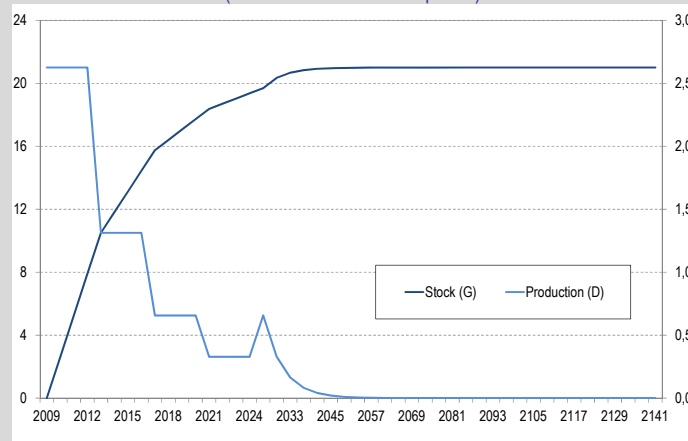
Encadré 4 : Bitcoin et bitcoin

Bitcoin désigne un système de paiement utilisant internet tandis que le bitcoin est l'unité de compte utilisée par ce système de paiement (BTC, ₿ ou Б). Le protocole cryptographique a été conçu en 2009, au Japon, par un développeur connu sous le pseudonyme de Satoshi Nakamoto.

Bitcoin repose sur un réseau de pair-à-pair sur internet dit de « minage », c'est-à-dire un procédé par lequel les bitcoins sont mis en circulation. Des « mineurs » utilisent leur matériel informatique pour effectuer des calculs mathématiques via un réseau d'internautes Bitcoin afin de confirmer des transactions et d'augmenter la sécurité du réseau. Les mineurs de Bitcoin collectent les frais des transactions qu'ils confirment et reçoivent des unités de compte bitcoin (ou blocs) en récompense de la participation au fonctionnement du système et de la résolution des algorithmes mathématiques de plus en plus complexes (appelés la découverte de nouveaux blocs). Les revenus du minage dépendent des moyens employés (électricité et processeur) et décroissent avec le temps par construction, dans un environnement de plus en plus concurrentiel et technique. La gestion du Bitcoin est répartie sur tous les nœuds du réseau, de façon à ce que le fonctionnement du Bitcoin ne dépende pas de l'intégrité ou de compétence d'un émetteur central, mais uniquement de la robustesse des procédés cryptographiques employés.

La quantité de monnaie créée par le système est limitée par le programme prédéfini, créant une pénurie organisée avec un plafond de 21 millions de bitcoins (limite qui sera atteinte en 2140, même si, en pratique, 99,80 % des bitcoins seront déjà produits en 2040). 12,7 millions de bitcoins étaient en circulation en mai 2014. Le rythme de création des bitcoins est régulé et fluctue en fonction du nombre de mineurs et de l'évolution de la capacité de calcul des unités informatiques connectées (50 bitcoins toutes les 10 minutes en 2009, 25 bitcoins toutes les 10 minutes depuis janvier 2013).

Graphique 51 : Stock et production annuelle de bitcoins
(en millions et en millions par an)



Sources : AMF, Blockchain.info.

L'avantage de Bitcoin par rapport à ses prédécesseurs est qu'il a résolu le problème du double-paiement, qui avait empêché auparavant le développement des monnaies virtuelles, son autre atout étant l'impossibilité de falsifier les identifiants des parties prenantes, qui restent anonymes alors que toutes les transactions sont publiques.

*Nombreux
risques associés,
invitant les
investisseurs à
une grande
prudence*

Au-delà de ce succès extrêmement rapide, un grand nombre de risques sont associés aux monnaies virtuelles, découlant de leur statut particulier. En plus du risque juridique lié au flou les entourant, des enjeux fiscaux, de politique monétaire, de protection des opérateurs et des épargnants, de sécurité du système financier, etc. ont déjà conduit plusieurs régulateurs à avancer de premières pistes de réglementation, notamment fiscale.

» Risques juridiques et réglementaires

Le statut juridique et réglementaire des monnaies virtuelles n'a pas encore été défini. Etant donné qu'elles peuvent être refusées en paiement sans circonvier au Code pénal, elles ne violent pas le monopole d'émission de la monnaie ayant cours légal des banques centrales. Elles ne peuvent être considérées ni comme une monnaie légale, ni comme un moyen de

paiement couvert par la Directive des services de paiement au niveau européen⁷⁶ ou la Directive Monnaie Électronique. Pour autant, elles ne sont pas un moyen de paiement au sens du Code monétaire et financier, n'étant pas émises contre la remise de fonds. Parmi les qualifications possibles, les monnaies virtuelles pourraient être considérées comme un produit bancaire, un indice, une « mesure financière » au sens de l'article D.211-1 A 1 du Code monétaire et financier pouvant servir de support à des contrats financiers, un bien assimilable à une marchandise ou même à un « bien divers », au sens de l'article L.550-1 du Code monétaire et financier.

En raison de ce cadre légal inexistant, aucune protection n'est offerte sur les monnaies virtuelles en tant que moyen de paiement : les utilisateurs sont exposés à un risque de crédit pour les fonds qu'ils détiennent dans des portefeuilles virtuels dans la mesure où il n'y a aucune garantie de la bonne exécution dans le futur d'obligations financières. Les monnaies virtuelles ne sont pas assorties d'une garantie légale de remboursement à tout moment et à la valeur nominale. Toute transaction réalisée est irréversible, quelles que soient les circonstances de son exécution (*i.e.* y compris en cas de piratage informatique, les portefeuilles électroniques de bitcoins étant par exemple uniquement protégés par deux clés, qui, si elles sont dérobées, peuvent permettre de dérober définitivement les bitcoins en question, et ce en toute transparence). De ce fait, en cas de défaut ou de cessation d'activité de la plateforme gérant la transaction ou le stockage de monnaies virtuelles, par exemple à la suite d'un piratage informatique par des tiers⁷⁷, les bitcoins seront irréversiblement perdus. Il convient de souligner qu'aujourd'hui le *dark internet* (*i.e.* des pages web non référencées sur les navigateurs de recherche) représenterait 80 % d'internet et échapperait à tout contrôle.

De ce fait, les acteurs du marché sont exposés à un fort risque de réputation en cas de découverte de fraude, de blanchiment d'argent ou de financement d'activités criminelles. Or, étant donné que les transactions en monnaies virtuelles sont publiques, mais pas les propriétaires ni les bénéficiaires des transactions, cela rend la plupart des transactions quasiment impossibles à retracer et garantit aux utilisateurs un haut degré d'anonymat.

Des risques de non-coordination internationale et donc d'arbitrages réglementaires en découlent. En effet, certaines juridictions ont d'ores et déjà commencé à réglementer les monnaies virtuelles, voire les ont interdites, tandis que d'autres débudent les réflexions sur le sujet. Il conviendra de clarifier au plus vite les autorités compétentes et les textes applicables afin de limiter les risques de fraude tout en promouvant au maximum une coordination internationale afin de limiter les opportunités d'arbitrage réglementaire consécutives. Il est donc impératif, au vu des différentes initiatives d'ores et déjà initiées (*voir partie suivante*), de lancer rapidement de nouvelles initiatives et une coordination des approches au niveau du G20 et notamment de l'Europe.

» Risques opérationnels

Étant donné la forte complexité actuelle du fonctionnement des monnaies virtuelles, sur fond de transparence limitée, d'asymétrie d'information et de flou juridique, les plateformes d'échange sont exposées à des risques opérationnels élevés : elles ne sont soumises à aucune garantie de qualité de service, n'ont pas de capital réglementaire ni de procédures minimales de gestion des risques.

⁷⁶ Cela garantirait aux utilisateurs le remboursement en cas de fraude ou d'opération non-autorisée.

⁷⁷ Les bitcoins sont stockés sous forme de porte-monnaie électronique directement sur les ordinateurs de leurs détenteurs, protégés par deux clés (signatures digitales l'une publique, l'autre privée). La protection des avoirs (*i.e.* de ces clés) dépendra donc entièrement de l'adéquation des anti-virus et des sauvegardes.

De ce fait, les monnaies virtuelles sont susceptibles de permettre des fraudes (fraude fiscale⁷⁸, blanchiment de capitaux, financement du terrorisme, exercice illégal de profession réglementée pour les fraudeurs) et d'être exposées à la cybercriminalité s'attaquant par exemple au stockage électronique des monnaies virtuelles. Le caractère anonyme des transferts de bitcoin, suivi d'une éventuelle conversion, facilite en effet la vente de biens ou services criminels (*voir encadré ci-dessous*).

Enfin, les acteurs font face à un risque de hausse des coûts des transactions au fil de la hausse des volumes traités et donc de la complexification de leur administration.

Encadré 5 : De premières faillites retentissantes

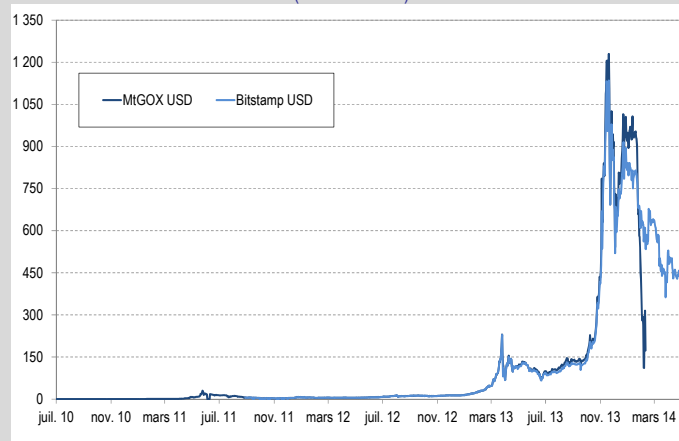
1/ **Silk Road** : le bitcoin utilisé pour la commercialisation de drogue

Le site de commerce électronique Silk Road avait été créé en février 2011 aux États-Unis. En octobre 2013, son fondateur, Ross Ulbricht, était arrêté et son site fermé par le FBI à l'issue d'une action judiciaire plus large contre des fournisseurs de plates-formes de conversion soupçonnées de blanchiment d'argent et de fraude fiscale. Cette enquête avait en effet révélé que Silk Road n'était autre qu'une plateforme électronique utilisée pour la vente de drogue en ligne, utilisant exclusivement comme monnaie de paiement le bitcoin.

2/ **Mt Gox** : piratage informatique massif de la 1^{ère} plateforme de bitcoin

Une série de piratages informatiques majeurs assortie de failles dans le système de malléabilité transactionnelle – qui permettait de fabriquer de faux bitcoins – a frappé le 7 février 2014 la plateforme d'échange japonaise Mt. Gox, l'ancien leader du marché qui concentrait 80 % des échanges de bitcoins. Ces piratages informatiques et fraudes se sont traduits par la disparition de 850 000 bitcoins (représentant plus de 480 millions de dollars) dont 200 000 ont été retrouvés par la suite, sur les 950 000 bitcoins de la plateforme, affectant quelque 130 000 investisseurs. Les répercussions sur le cours du bitcoin ont été massives, et certains ont annoncé alors la fin du bitcoin : ce dernier s'est effondré en passant de 904 dollars le 6 février à 111 dollars le 22 février, avec une très forte volatilité associée au fil des annonces. A la suite de cet incident, Mt. Gox a été mis en faillite fin février puis placé le 24 avril sous administration judiciaire, avant d'être cédé pour 1 dollar symbolique à une société américaine.

Graphique 52 : Cours des 2 principaux indices Bitcoin (contre dollars)



Sources : AMF, Blockchain.info.

3/ **Flexcoin** : 2^{ème} exemple spectaculaire de piratage informatique

Un second intermédiaire, Flexcoin, société canadienne spécialisée dans l'échange et le stockage de bitcoins, a été conduit début mars 2014 à la faillite après le vol de 600 000 dollars de monnaie virtuelle par des pirates informatiques.

⁷⁸ Un certain nombre de régulateurs ont d'ores et déjà décidé d'assujettir les monnaies virtuelles à la taxe sur la valeur ajoutée ou à l'impôt sur les plus-values, selon la définition retenue

› **Risque de contrepartie, de liquidité et de non-exécution**

Les transactions en monnaies virtuelles sont des transactions anonymes et de gré à gré avec donc des risques d'incidents de sécurité : les intervenants de marché ne sont ni régulés ni soumis à des règles de capitalisation minimales, les transactions ne sont pas compensées centralement et les investisseurs sont exposés à la perte intégrale de leur investissement. Il n'y a ni prix, ni liquidité garantis sur ces plateformes d'échange : le prix résulte exclusivement de la confrontation entre l'offre et la demande. Aucune autorité ne veille à la mise en place des conditions nécessaires de convertibilité dans des monnaies ayant cours légal et de sécurité pour les coffres-forts électroniques, permettant le stockage des bitcoins. Aucun recours n'est possible en cas de vol par les pirates ou de perte de 2 clés donnant accès à son coffre-fort électronique.

Or, les plateformes d'échange de bitcoins sont connues pour être en déficit de trésorerie sur un marché peu profond, ce qui peut limiter la liquidité de ces placements en allongeant les temps de sortie ou entraîner l'exécution de la transaction à un autre prix que celui convenu dans des situations de stress de marché ou de volatilité des prix. Cela réduit donc les opportunités d'arbitrage. Aucune garantie n'est offerte sur la liquidité future de l'investissement réalisé, qui dépendra du volume futur de participants de marché. Pour pouvoir dénouer des positions prises, il est donc nécessaire de trouver des demandeurs de bitcoins, ce qui pose la question de la nature même de ces monnaies virtuelles : impliquent-elles des pyramides de Ponzi ? La BCE a souligné ce risque étant donné que les utilisateurs de bitcoins doivent les obtenir en changeant des devises mais ne pourront sortir que s'ils trouvent d'autres investisseurs pour les racheter (c'est-à-dire si un nouveau participant rejoint le système).

› **Risque de marché**

Les acteurs détenant des monnaies virtuelles peuvent rapidement être déstabilisés par l'évolution de leurs avoirs, au vu des fortes fluctuations de valeur du bitcoin, en fonction de l'offre et de la demande, mais aussi de sa volatilité importante. Au cours des dernières années, la volatilité du bitcoin a été particulièrement forte (et faiblement corrélée à la plupart des actifs traditionnels) alors que sa valeur repose notamment sur la confiance de ses utilisateurs dans la sécurité du système. Par construction complexe, rare, peu transparent et assorti de fortes asymétries d'information, le bitcoin est donc un support d'investissement spéculatif voire une valeur refuge. Pour autant, la valeur du bitcoin n'est adossée à aucune activité réelle et n'est représentative d'aucun actif sous-jacent.

› **Risque comptable**

Le traitement comptable des actifs ou passifs libellés en monnaie virtuelle devra également être précisé afin d'en garantir la valorisation ainsi que la qualité de l'information financière pour un émetteur ou un fonds, en permettant un contrôle des comptes par les commissaires aux comptes. Il faudra donc répondre aux questions suivantes :

- Les monnaies virtuelles peuvent-elles être considérées comme de la trésorerie (tels des fonds en caisse, pour un émetteur qui détiendrait des monnaies virtuelles acceptées comme moyens de paiement par exemple) ? Ou sont-elles à traiter comme des actifs physiques (tels l'or, le blé, etc.) ? A défaut de qualification juridique précise, les monnaies virtuelles ne peuvent être considérées comptablement, à ce stade, comme autre chose qu'un « actif physique » (et non un actif financier ou une monnaie/trésorerie).
- Comment alors valoriser une trésorerie détenue en monnaie virtuelle ou un produit ayant pour sous-jacent une monnaie virtuelle ?

› **Risque systémique d'instabilité financière**

Si le poids des monnaies virtuelles gagnait en importance, leurs difficultés pourraient avoir des répercussions systémiques. En effet, le bitcoin a été construit comme un produit en

organisant sa pénurie, ce qui lui confère donc un caractère hautement spéculatif : la quantité maximale de bitcoins pouvant être créée est limitée et le rythme de création se réduit au cours du temps. Cette pénurie organisée crée un risque de spéculation et de volatilité des prix (son cours, initialement fixé à 0,3 dollar en avril 2010, dépassait 1 200 dollars fin novembre 2013 et il vaut 445 environ mi-mai 2014).

Au vu des enjeux réglementaires, de premières réponses des régulateurs, en particulier fiscales

Si les monnaies virtuelles ne rentrent pas encore dans le champ d'exercice de la réglementation et de la supervision des autorités compétentes en matière de service de paiement, elles font l'objet d'un suivi très attentif par les autorités en raison des nombreux risques découlant de leur utilisation et des activités illicites qu'elles peuvent faciliter (blanchiment, terrorisme, fraude fiscale, etc.).

Par ailleurs, dans l'Union européenne, les activités de change et de conversion des monnaies virtuelles dans des monnaies ayant cours légal par des plates-formes d'échange sur internet rentrent dans le champ de la Directive sur les moyens de paiement dans la mesure où il y a fourniture de services de paiement (réception des fonds de l'acheteur de monnaies virtuelles, transfert au vendeur de monnaies virtuelles et tenue de comptes) concernant une monnaie ayant cours légal. De ce fait, en France, cette activité nécessite l'obtention d'un agrément d'établissement de paiement délivré par l'ACPR. Néanmoins, cela ne permet pas une protection adéquate du consommateur ou de l'investisseur qui utilise le bitcoin (ou toute autre monnaie virtuelle) sur internet ou chez des commerçants de la sphère économique réelle. La supervision des entités ne permet pas de réglementer, au regard du Code monétaire et financier, l'utilisation de monnaies virtuelles sur internet auprès des acteurs économiques acceptant ces monnaies virtuelles, notamment lors de l'achat ou de la vente de biens ou de services illicites sur internet. Dans de tels cas, seule une intervention des forces de l'ordre peut permettre de faire cesser ces activités illicites.

Aux États-Unis, si les monnaies virtuelles n'ont pas encore été qualifiées juridiquement, les activités des plates-formes d'échange de monnaies virtuelles ont été qualifiées de transfert de fonds nécessitant une autorisation⁷⁹.

Un enjeu international capital associé à la régulation des monnaies virtuelles sera donc la coordination internationale, étant donné que ces monnaies ne sont pas attachées à une juridiction proprement dite mais sont par définition internationales. En outre, leurs émissions ne dépendent pas d'une banque centrale. Il y a donc nécessité d'agir rapidement, au vu des différentes initiatives déjà en cours, tant dans l'Union européenne que dans le reste du monde, afin de limiter les opportunités d'arbitrage réglementaire et de protéger au mieux les épargnants. Il conviendra également de ne pas apporter uniquement une réponse fiscale, compte tenu de l'ampleur des risques associés.

⁷⁹ Recommandation du FinCEN du Trésor américain du 18 mars 2013. Par exemple Mt.Gox a obtenu le 13 août 2013 une licence de *Money Service Business*.

Tableau 8 : Premières interprétations du statut des bitcoins et réglementations associées

Juridictions	Qualification juridique du bitcoin	Traitement proposé
Union européenne	Respect du 1 ^{er} et du 3 ^e critère de la directive sur les moyens de paiement électronique (<i>electronic storage, acceptance as a mean of payment</i>) mais pas du 2 ^e (<i>issuance upon receipt of funds</i>).	Avertissement de l'EBA sur les dangers associés aux transactions (achat, détention ou trading de monnaies virtuelles), aucune protection des consommateurs et gains réalisés potentiellement taxables fiscalement. Les institutions de paiement n'ont pas le droit d'émettre de la monnaie électronique.
Allemagne	Unité de compte privé (<i>binding financial instrument, private mean of payment withing private trading exchanges</i>) (août 2013).	Communication de la BaFin : pas d'obligation de licence bancaire mais régulation du trading de bitcoins. Pas encore de position fiscale. Exigence d'une autorisation préalable en cas d'utilisation commerciale, d'activités de trading pour compte propre ou de <i>brokerage</i> ou de système plateforme multilatérale.
Chypre	-	Déclaration de la Banque Centrale sur les risques associés aux monnaies virtuelles (déc. 2013)
Danemark	Pas une monnaie mais un service électronique.	La FSA a déclaré qu'elle ne régulerait pas l'utilisation du bitcoin, car hors du champ de la régulation financière (déc. 2013). Les gains de ce service électronique seraient taxables mais pas encore de position officielle.
Espagne	Pas une monnaie ayant cours légal. Considéré comme des biens digitaux.0	En tant que « bien digital », le bitcoin est assujéti à la TVA.
Estonie	-	Transactions suivies par la Banque Centrale.
Finlande	Matière première	Pas de loi mais taxation des gains réalisés lors de la conversion de monnaies virtuelles en monnaies ayant cours légal et assujettissement du <i>mining</i> au titre de l'impôt sur le revenu.
France	Bien meuble incorporel (Trésor). Pas une monnaie. Pas un moyen de paiement.	Avertissement de la Banque de France sur les risques associés (déc. 2013). Position de l'ACPR (jan. 2014) ⁸⁰ : Opération de conversion de monnaies virtuelles contre une monnaie ayant cours légal relève de la fourniture de services de paiement donc agrément obligatoire de prestataire de service de paiement délivré par l'ACPR ⁸¹ .
Grèce	-	Pour autant, le bitcoin est accepté par certaine sociétés de paiement.
Irlande	-	Uniquement monitoring par l'administration fiscale.
Italie	-	-
Malte	-	<i>Hedge fund</i> maltais investi en bitcoin.
Pays-Bas	Pas une monnaie électronique. Pas un produit financier.	Question de la taxation des plus-values à régler. Décembre 2013 : alerte de la banque centrale sur les risques associés.
Pologne	-	-
Portugal	Bitcoin : modèle de paiement en monnaie virtuelle bidirectionnel. bitcoin : -	Communication de la banque centrale en novembre 2013 sur les risques du bitcoin, qui ne serait pas une monnaie sure.
Royaume-Uni	« <i>Single purpose voucher</i> » selon l'administration fiscale.	En tant que tel, assujéti à la TVA.
Slovénie	Pas un moyen de paiement. Pas un instrument financier.	Opinion du Ministère des Finances émis en décembre 2013, sans pour autant définir de statut. Question de la taxation à régler.
Chine	Interdiction des institutions financières (déc. 2013) et des sociétés de paiement (avr. 2014) de traiter des bitcoins. Autorisation du <i>trading</i> en ligne.	
États-Unis	Actif (<i>property</i>) et non devise.	Actif soumis à l'impôt : plus-values imposées comme les gains sur le capital et revenus tirés de l'activité de minage au-delà de 600 USD soumis à l'impôt sur le revenu (IRS, mar. 2014). La négociation/conversion d'une monnaie virtuelle contre une monnaie légale étant assimilable à un service de transmission de fonds, obligation d'agrément en tant que <i>Money Service Business</i> (FinCEN, mar. 2013).
Japon	Statut de marchandise ou de chose (mais pas une monnaie).	Soumis à l'impôt (mar. 2014)
Russie	Illégal.	
Singapour	Pas une valeur mobilière.	Régulation des intermédiaires en monnaie virtuels (mar. 2014) afin de limiter les risques (blanchiment, financement du terrorisme, etc.) : devoir de vérification de l'identité des contreparties des transactions et de signalisation toute transaction suspecte au <i>Suspicious Transaction Reporting Office</i> .
Taiwan	Illégal.	
Thaïlande	Illégal.	Interdiction des monnaies virtuelles

Source : AMF.

⁸⁰ Position de l'ACPR relative aux opérations sur Bitcoins en France – 2014-P-01, janvier 2014.

⁸¹ Etablissement de crédit, établissement de monnaie électronique ou établissement de paiement.

1.7. Risques pesant sur la qualité de l'information diffusée publiquement

*Des évolutions
comptables,
potentiellement
facteurs de risque
pour les
émetteurs*

Depuis 2013, un certain nombre d'initiatives comptables, déjà en cours en 2012, se sont poursuivies, en particulier la préparation de la 1^{ère} application des nouveaux principes de consolidation en IFRS (*International Financial Reporting Standards*) et les enjeux concernant la longueur des annexes, sur fond de conjoncture économique relativement morose pour les entreprises françaises et européennes. L'avenir d'une convergence formelle des référentiels comptables de part et d'autre de l'Atlantique a définitivement été remis en question, ce qui n'empêchera pas une convergence progressive des normes applicables. Enfin, une initiative de revue comptable et prudentielle des comptes des banques importantes a été lancée par la BCE, en vue de la mise en place du Mécanisme de Supervision Unique, avec de forts enjeux comptables associés.

*Des évolutions et
des
interrogations
autour des
normes
comptables
internationales*

En décembre 2012, les normes sur la consolidation (*IFRS 10-11-12*) ont été adoptées par l'Union européenne, pour une application à partir du 1^{er} janvier 2014. En conséquence, la définition du contrôle⁸² (*IFRS 10*) a été modifiée et uniformisée, ce qui pourra entraîner des modifications du périmètre de consolidation des groupes, en particulier ceux faisant usage de véhicules *ad hoc* (tels que les institutions financières et, dans une moindre mesure, des grands groupes industriels fonctionnant en mode projet).

Une autre évolution importante pour les émetteurs français découlera de la norme *IFRS 11* qui supprime l'option de consolidation en intégration proportionnelle, qui était couramment utilisée en France pour les sociétés contrôlées conjointement, puisque le traitement comptable retenu est la mise en équivalence. Cette nouvelle norme soulève un certain nombre d'interrogations notamment sur la distinction entre *joint venture* (co-entreprises) et *joint operation* (entreprise commune, partenariat dans lequel les parties qui exercent un contrôle conjoint sur l'entreprise ont des droits sur les actifs, et des obligations au titre des passifs) et le mode de comptabilisation des entreprises communes. Le passage à la nouvelle norme est donc une source d'incertitudes, de risques et de coûts pour certains de ces groupes, en particulier dans le secteur de l'immobilier ou de la construction.

Par ailleurs, plusieurs normes vont, potentiellement, contribuer à allonger les annexes aux comptes. On peut citer en particulier :

1. Des informations plus détaillées seront demandées en annexe sur les entités consolidées ou non consolidées en application d'*IFRS 12*, ce qui permettra d'analyser plus finement les montages réalisés par les émetteurs.
2. Plus de détails devront également être fournis en annexe concernant le *netting* de dérivés, en application d'un amendement d'*IFRS 7*, allant dans le sens de la comparabilité avec les US GAAP.
3. Plus de détails sur la juste valeur et son mode de détermination sont demandés par *IFRS 13* à compter de l'exercice 2013.

De manière générale, la sophistication progressive des IFRS découlant, entre autres, de la complexification croissante des transactions rendant nécessaires des efforts accrus de transparence, reste un sujet de préoccupation des émetteurs, en particulier européens.

La tendance à l'allongement des annexes nourrit les critiques du référentiel comptable international par l'industrie, qui plaide pour sa simplification et une concentration sur des informations spécifiques à l'entité. Nombreux sont ceux (investisseurs, entreprises, régulateurs) qui souhaitent améliorer la lisibilité des annexes et donc accroître l'utilité de ces informations. Il est très positif que noter que l'IASB a mis en œuvre une réflexion sur les

⁸² 3 conditions doivent être remplies pour qu'un exercice réel ou potentiel d'un pouvoir exclusif soit reconnu, d'après IFRS 10 :

1. pouvoir (potentiel) sur l'entité dans laquelle il a investi, *i.e.* droit de diriger les activités clés ;
2. exposition ou droit aux rendements variables (positifs comme négatifs) de l'entité ;
3. capacité à agir sur ces rendements (*i.e.* lien entre le pouvoir et les rendements).

informations en annexes (*Disclosures Overload* fin 2012) qui doit, à court et moyen termes, proposer des améliorations afin de répondre aux critiques.

L'AMF rappelle l'importance d'une bonne information en annexes sur la manière dont les principes comptables IFRS ont été appliqués par les émetteurs afin de permettre une bonne information des investisseurs et analystes ainsi que la comparabilité des comptes de différents émetteurs.

Dans la mesure où l'on observe un basculement progressif des sources de financement des entreprises, le financement bancaire laissant graduellement place à un financement par les marchés (sous forme d'émissions obligataires ou d'actions), la question de l'ouverture des marchés de capitaux aux valeurs moyennes devient essentielle. C'est un sujet sur lequel se penche l'AMF. La question des simplifications que l'on pourrait accorder aux valeurs moyennes est au cœur de ces réflexions. Dans le cadre réglementaire actuel, on peut tout à fait envisager que des allègements d'information soient mis en œuvre en appliquant mieux certains concepts, tel celui de la matérialité. Néanmoins, il s'agit d'un sujet qui va bien au-delà de la place financière française et nécessite une action coordonnée au niveau européen, voire à l'IASB, en vue de rechercher des dispositions mieux adaptées aux valeurs moyennes. Parmi les pistes qui pourraient être envisagées, pourraient figurer les études d'impact sur les valeurs moyennes des mesures réglementaires et des normes comptables.

Par ailleurs, fin 2013, l'IASB a reporté *sine die* la date d'application d'IFRS 9 sur la comptabilisation des instruments financiers, qui était prévue en 2015, malgré des progrès notables à l'image de la partie « couverture » qui a été finalisée et introduit plus de souplesse pour les émetteurs, s'adaptant donc à la sophistication croissante des activités de couverture. Reste à conclure les travaux sur le chapitre « dépréciation », qui pourrait être publié courant 2014.

Enfin, des débats sont en cours concernant la refonte du cadre conceptuel des IFRS et la consultation devrait aboutir à une refonte au plus tôt en 2015. Parmi les questions structurantes restant ouvertes, il convient de noter les attentes par l'industrie d'une meilleure prise en compte du modèle économique, afin de rendre les états financiers moins volatiles et plus lisibles par les investisseurs, et de réfléchir à une réintroduction de la notion de prudence. Mi-février 2014, a d'ailleurs été publié un bulletin commun de l'EFRAG et de normalisateurs comptables nationaux (France avec l'ANC, Allemagne avec le DRSC, Royaume-Uni avec le FRC et Italie avec l'OIC) sur la complexité des états financiers, qui découle entre autres, selon eux, de la sophistication croissante des transactions mais aussi des nombreux détails pris en compte dans les normes et des formulations complexifiant la compréhension de normes. L'objectif est de recueillir des commentaires des parties prenantes et ainsi de donner plus de poids à l'Europe dans le cadre des débats sur le cadre conceptuel des normes internationales, initiés par l'IASB.

Quel poids de l'Europe dans l'élaboration et l'adoption des normes IFRS ? Après des années d'aller et retour, les États-Unis ont finalement annoncé, en février 2014, un report *sine die* de l'adoption des IFRS à usage domestique, impliquant un ajournement *de facto* de la convergence entre les IFRS et les US GAAP⁸³ (*United States Generally Accepted Accounting Principles*). De ce fait, la légitimité de la représentation américaine à l'IFRS Foundation (où ils occupent le quart des postes stratégiques), à l'IASB et dans les diverses autres instances et comités liés mérite d'être débattue, en particulier pour l'Europe qui représentait, en 2011, 55 % de la capitalisation totale des pays pour lesquels les IFRS sont obligatoires. Les derniers développements sur la norme relative aux contrats de location annoncent d'ailleurs un risque de divergence entre les IFRS et les US GAAP.

⁸³ Plus de 450 sociétés cotées aux États-Unis sont autorisées, depuis la décision de la SEC de 2007, à réaliser leur *reporting* en IFRS, représentant une capitalisation boursière de 5 000 milliards de dollars.

Côté européen, 2013 a été marqué par une actualité très riche. En particulier, le rapport Maystadt⁸⁴, publié par la Commission européenne en octobre 2013, a proposé un certain nombre de recommandations qui devraient permettre de donner plus de pouvoir à l'Union dans l'élaboration et l'adoption des normes comptables ainsi que d'améliorer la gouvernance des institutions qui les élaborent. Parmi les principales recommandations, on peut mentionner en particulier le projet de réforme de l'EFRAG⁸⁵, l'organe européen d'adoption des normes comptables, pour en accroître le pouvoir de décision, la légitimité et la représentativité, et ainsi renforcer l'influence européenne dans l'élaboration des normes internationales. En particulier, sera créé un nouveau Conseil définissant les positions de l'EFRAG vis-à-vis de l'IASB et de la Commission européenne dans lequel la participation du secteur privé (normalisateurs comptables nationaux et émetteurs) sera élargie et où des postes d'observateurs seront accordés à l'ESMA, l'EIOPA, la Commission européenne, la BCE et l'EBA. Par ailleurs, le rapport recommande de mieux prendre en compte l'impact économique de nouvelles normes (absence de menace pour la stabilité financière ou d'entrave au développement économique européen). En février 2014, la Commission a prolongé la mission du conseiller spécial Ph. Maystadt afin d'assurer un suivi adéquat et régulier de cette réforme majeure de l'EFRAG.

La mise en place de l'Union bancaire, une étape décisive

Revue de la qualité des actifs des 128 principales banques de la zone euro par la BCE

En amont de la mise en place, début novembre 2014, du Mécanisme de Supervision Unique (MSU) des 128 établissements bancaires importants⁸⁶ (dont 13 français⁸⁷) par la BCE, cette dernière, en collaboration avec l'Autorité Bancaire Européenne (EBA) et les superviseurs bancaires nationaux, conduit depuis octobre 2013 un exercice exhaustif de revue de ces banques en 3 étapes :

- ▶ Une évaluation prudentielle des risques : cette phase vise à évaluer prudemment les profils de risque et des facteurs de risque majeurs, notamment de liquidité, d'effet de levier et de financement. Cela implique, pour la BCE, la préparation des données et la sélection des portefeuilles. Sera conduite une analyse qualitative et quantitative, prospective et rétrospective afin de positionner, par rapport aux autres banques, les profils de risques intrinsèques et la vulnérabilité à certains facteurs de risques exogènes. Cela posera la base du futur outil de la supervision du MSU.
- ▶ Un examen de la qualité des actifs (AQR) : dans un second temps, sera conduite une évaluation de la qualité des données, des valorisations des actifs (en particulier de niveau 3), des classifications des expositions non performantes ou restructurées, de la valorisation des garanties et des provisions afin d'analyser les expositions aux risques de crédit et de marché.
- ▶ La conduite de tests de résistance : enfin, conjointement, la BCE et l'EBA testeront la capacité de 124 banques à absorber, sur la durée, deux scénarios de crise (de base et adverse) afin de définir si le niveau des fonds propres durs (*Common Equity Tier 1*,

⁸⁴ Renforcer le rôle moteur de l'Union dans la normalisation comptable internationale http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁸⁵ *European Financial Reporting Advisory Group*

⁸⁶ Ces 128 établissements représentent 85 % des actifs de la zone euro. Les critères suivants sont pris en compte :

- Actifs totaux > 30 milliards d'euros avec une marge de 10 % à la baisse ;
- Actifs totaux en % du PIB > 20 % (sauf si actifs < 5 milliards d'euros) avec une marge de 10 % à la baisse ;
- Au minimum les 3 plus grands établissements de crédit de l'État membre (sauf exceptions) ;
- Institutions ayant une importance notable pour leur économie domestique (à la demande des autorités nationales compétentes) ;
- Institutions ayant d'importants actifs/passifs transfrontaliers (en % de leurs actifs) et/ou au moins une filiale dans l'un des autres pays de la zone euro (sur décision de la BCE) ;
- Institutions ayant bénéficié du soutien de l'EFSF ou de l'ESM.

⁸⁷ Banque Centrale de Compensation (LCH Clearnet, uniquement pour la revue des règles comptables), BNPP, Banque PSA Finance, Caisse de Refinancement à l'Habitat (uniquement pour la revue des règles comptables et le *stress test*), BPI France, Groupe BPCE, Groupe Crédit Mutuel, HSBC France, La Banque Postale, RCI Banque, Société de Financement Local, Société Générale. Par ailleurs, Dexia et BESV seront des « invités » (*hosts*) de l'exercice.

CET1) est suffisant (respectivement de 8 % et 5,5 % de CET1 – y compris instruments hybrides de type *additional tier one*). Ces scénarios impliquent une hausse des taux longs (y compris américains), des détériorations des qualités de crédit, un échec des réformes structurelles dans les pays européens et une incapacité des États à renflouer leurs banques. Ils se traduiront par une récession de 0,7 % en 2014 puis de 1,4 % en 2015, suivie d'une stagnation du PIB en 2016, assortie d'une forte hausse du chômage et d'une inflation quasi nulle.

A l'issu de cet exercice, en fonction des résultats, des mesures d'ajustement pourront être imposées aux banques, telles que des exigences supplémentaires de provisionnement, avec un délai de 6 mois pour le scénario de base et de 9 mois pour celui adverse, de recapitalisation ou des mises en réserve de bénéfices. Il convient de noter que les banques ont d'ores et déjà anticipé ce risque de besoin de recapitalisation en réduisant la taille de leurs bilans fin 2013, en cédant des actifs potentiellement douteux et en procédant à des émissions de dettes hybrides.

Diverses questions, entre autres comptables, sont soulevées par cet exercice inédit par son ampleur tant en termes d'acteurs concernés que de portefeuilles analysés.

Pour la BCE, cet exercice implique des enjeux de crédibilité majeurs dont dépendra la crédibilité même du MSU par la suite, en particulier au vu des critiques adressées aux précédents *stress tests* de l'EBA de 2010 et 2011⁸⁸ (qui s'étaient focalisés sur le capital). Par ailleurs, étant donné les multiples acteurs impliqués dans le processus, des enjeux de traitement formel harmonisé seront à prendre en compte. En particulier, la BCE devra démontrer sa capacité à prendre en compte des spécificités nationales, tout en garantissant une homogénéité des analyses entre juridictions. Pour ce faire, les définitions ont été harmonisées (prêts douteux ou en restructuration).

Pour les banques, l'AQR sera également un test de leur capacité à répondre rapidement aux demandes de complément d'informations de façon rapide, exhaustive et de bonne qualité, alors que les données peuvent provenir de différentes étapes de la chaîne de production des informations de la banque (systèmes de gestion, systèmes risque, systèmes comptables et réglementaires).

En termes de communication financière, l'exercice reposera sur une « interprétation conservatrice des IFRS actuellement applicables » par les banques, et en particulier l'adéquation de leur évaluation des provisions relatives aux expositions au risque de crédit, leur détermination de la valorisation des garanties appropriées au vu des expositions au risque de crédit au bilan des banques. Il conviendra de bien distinguer les éventuelles corrections d'erreurs comptables des ajustements prudentiels, qui ne remettraient pas en question la conformité des comptes annuels par rapport au référentiel comptable. Par ailleurs, la qualité de la communication des banques au marché sera une question délicate et importante, qui devra être gérée de manière adéquate. La question du calendrier de communication des résultats par la BCE aux banques, et donc le temps qui leur sera laissé pour prendre des actions de recapitalisation par exemple, reste donc ouverte. Il conviendra, du point de vue de l'AMF, de veiller à ce que les exigences de transparence vis-à-vis des marchés soient bien respectées, tout en évitant des fuites d'information. Dans certaines circonstances, par exemple en cas de besoin important de recapitalisation, il pourrait être envisageable que le marché, afin de ne pas en voir son bon fonctionnement affecté, ne soit pas immédiatement informé des conclusions de la BCE afin de laisser le temps à l'émetteur de réagir, sans pour autant nuire à la transparence de l'exercice global. Ces obligations

⁸⁸ Les principales critiques qui avaient été adressées étaient : un champ trop limité (seuls 65 % de couverture du secteur bancaire avec 91 banques sous revues) ; une prise en compte facultative d'un défaut des États (hormis pour la Grèce) ; trop de marges de manœuvre laissées aux régulateurs nationaux et aux banques ; et faible contrôle sur les méthodologies et la qualité des données analysées.

devraient être strictement appliquées avec les résultats définitifs de l'AQR et des stress tests, communiqués aux établissements durant la première quinzaine d'octobre, n'offrant aux établissements qu'un délai de réaction court, de l'ordre de 48h.

Une information non financière pléthorique non réglementée dans un environnement dématérialisé

Internet, le numérique et les réseaux sociaux occupent une place de plus en plus importante dans les canaux d'information (en particulier sur des informations extra-financières) des investisseurs et des épargnants et donc dans leurs décisions d'investissement. S'ils représentent un grand progrès en mettant à disposition facilement, rapidement et à moindre coût des informations qui peuvent éclairer des décisions, il convient néanmoins de rappeler que cette information n'est pas réglementée. Il peut donc en découler des risques et des distorsions de marché : des comportements moutonniers, qui peuvent entraîner des *booms* ou des chutes de valeurs très rapides sur fond de prophéties autoréalisatrices, décorellés des fondamentaux des titres ; des phénomènes de mode très rapides ; voire véhiculer de fausses informations.

Encadré 6 : La réforme européenne de l'audit externe et des évolutions récentes aux États-Unis et au Royaume-Uni

Le principal facteur déclenchant de la réforme de l'audit externe a été la crise financière. Pour le Commissaire Michel Barnier, les enseignements tirés de la crise de 2008/2009 ont mis en lumière des faiblesses dans le contrôle légal des comptes, en particulier celui des banques et des établissements financiers. De là, a émergé l'idée d'un possible risque systémique transmis potentiellement par la régulation de la profession d'auditeur dans la mesure où le marché est en réalité dominé par quatre grandes sociétés (les « Big 4 »), à savoir Deloitte, EY, KPMG et PriceWaterhouseCoopers. Les idées fortes de cette volonté européenne de réforme étaient **de réduire la concentration du marché de l'audit, de renforcer l'indépendance des auditeurs en évitant les conflits d'intérêt, d'harmoniser les systèmes de supervision de la profession et d'améliorer la qualité des rapports d'audit.**

En octobre 2013, le Conseil européen (Comité des Représentants Permanents – Coreper) avait arrêté une version amendée du projet. Les principaux points ayant fait l'objet de négociations étaient les suivants :

- ▶ **Sur le principe de rotation**, le compromis Coreper prévoyait, pour les Entités dites d'Intérêt Public (EIP), la rotation des cabinets après 10 ans, prolongation possible jusqu'à 15 ans en cas d'appel d'offres pour banques et assurances, 20 ans en cas d'appel d'offres pour les autres EIP. La prolongation serait également possible (20 ans) en cas de co-commissariat aux comptes ;
- ▶ **Concernant la coopération, notamment par la création d'un Comité des Autorités de Supervision européenne de l'audit (CEAOB).** Le CEAOB prendrait la suite du Groupe Européen des Organes de Supervision de l'Audit (EGAOB). Ce nouvel organe serait composé d'un membre par État et d'un représentant de l'ESMA (sans droit de vote). Le Président pourrait être élu pour quatre ans à la majorité des deux-tiers des membres et la vice-présidence revenir à la Commission. Enfin, son rôle serait de proposer des lignes directrices et des recommandations pour favoriser l'application cohérente des textes européens ;
- ▶ **Au sujet des services non audit** : les dispositions dites cabinets « d'audit pur » ne figuraient plus dans la proposition Coreper. Le dispositif de services non audit était conservé au sein du règlement mais les propositions de la Commission avaient été modifiées. Dans ce contexte, seule une **liste des prestations interdites**, qui s'impose à l'auditeur et aux membres de son réseau, était conservée. Toutes les prestations autres que celles interdites doivent être approuvées par le **comité d'audit** de l'entité auditée. Des adaptations nationales sont rendues possibles⁸⁹. Un régime différent s'appliquerait pour des prestations réalisées par le **réseau hors de l'UE**. Une limite en termes d'honoraires liés aux services non audit est par ailleurs fixée au niveau de l'entité auditée à **70 % du total des honoraires d'audit** (pour l'auditeur lui-même, et non pour son réseau).

Suite à l'accord conclu en décembre 2013 par le Parlement européen, le Conseil de l'Union européenne et la Commission européenne, dans le cadre du trilogue sur la réforme du secteur de l'audit, **la Commission JURI a approuvé le 21 janvier 2014 le projet d'accord. Le Parlement et le Conseil des Ministres ont adopté les textes arrêtés en trilogue en avril 2014.** Ces deux textes (directive et règlement) ont été publiés au Journal Officiel (JOUE) le 27 mai et entreront en vigueur mi-juin 2014 (*i.e.* 20 jours calendaires après). Il reste en, pour chaque État, à identifier les

⁸⁹ Notamment des règles plus strictes quant aux conditions dans lesquelles les auditeurs (et leur réseau) peuvent fournir des services aux entités auditées ou l'interdiction d'autres services présentant un risque pour l'indépendance.

modifications législatives nécessaires ou souhaitables. Tant la directive que le règlement Audit ont, en effet, la particularité de laisser des options à la main des États.

Il est peu probable que le dispositif soit opérationnel avant mi-2016 dans la mesure où :

- Le règlement deviendra applicable 2 ans après sa date de parution au JOUE et
- La directive prévoit un délai de transposition de 2 ans pour les États, à compter de la publication au JOUE.

Principales dispositions de la réforme européenne :

- ▶ **Rotation** : un consensus pour la rotation obligatoire des auditeurs d'EIP sur la base d'une durée de 10 ans, portée à 20 ans en cas d'appel d'offres et à 24 ans en cas d'audit conjoint (qui est fortement encouragé).
 - **Le maintien du principe de rotation obligatoire des cabinets d'audit, mais dans un cadre moins contraignant, est satisfaisant. Il était nécessaire d'établir un compromis afin de ne pas rompre avec la connaissance de l'entité auditée (principe de durabilité/continuité des auditeurs) tout en évitant les abus.**
 - Par ailleurs, l'existence d'un **co-commissariat équilibré** (en encourageant la diversité des auditeurs) en étant rendue possible favorise ainsi la concurrence dans un secteur oligopolistique (tout en veillant à ce qu'il n'y ait pas de mouvement de deux co-commissaires au même moment).
- ▶ **Création du CEAOB** : les éléments décrits précédemment sont maintenus. Dès lors, l'affaiblissement du rôle de l'ESMA (qui ne dispose pas de droit de vote) dans la mise en œuvre de la surveillance européenne du secteur de l'audit apparaît regrettable.
- ▶ **Qualité de l'audit** : selon la législation, les auditeurs au sein de l'UE publieront des rapports d'audit conformément aux normes internationales en la matière (normes ISA). Pour les auditeurs d'entités d'intérêt public, telles que les banques, les compagnies d'assurance et les sociétés cotées, le texte conclu contraint les cabinets d'audit à fournir aux parties prenantes et aux investisseurs un document détaillé reprenant toutes les actions de l'auditeur et assurant, de manière globale, la précision des comptes de l'entreprise.
 - **D'après l'AMF, il est nécessaire d'avoir un rapport plus descriptif et pédagogique pour le lecteur et d'avoir un rapport spécifique pour le comité d'audit. Aussi, le règlement va dans le sens attendu.**
 - **Dans un tel contexte, le rôle accru du comité est donc un élément souhaitable. Un dialogue renforcé avec les régulateurs (et donc l'affirmation du rôle de l'ESMA) l'aurait été également.**
- ▶ **Services non audit/comité d'audit** : d'après l'AMF, les services autres que l'audit doivent être approuvés. Par conséquent, **la création de « la liste noire »** (qui vise notamment le conseil en matière fiscale, les services liés à la stratégie d'investissement et financière du client, avec fixation du plafond à 70% pour les honoraires) est **favorablement accueillie**. Pour mémoire, la notion de cabinets dits d'audit pur avait été supprimée lors des projets d'amendements du texte initial destinés au Parlement européen.

Évolutions récentes aux États-Unis et au Royaume-Uni :

- ▶ Au Royaume-Uni, la Commission de la Concurrence avait publié en juillet 2013 un **rapport préconisant une rotation des associés signataires des 350 plus grosses capitalisations boursières (FTSE 350) tous les 5 ans**. En revanche, elle avait **renoncé à imposer une rotation des firmes d'audit pour toutes les entreprises**, ainsi que l'obligation de faire vérifier les comptes d'une entreprise par deux cabinets d'audit. Le rapport final a été publié en octobre 2013.
- ▶ Aux États-Unis, le **Congrès a fait voter au dernier trimestre 2013 une disposition permettant de bannir la rotation des firmes d'audit, à l'inverse du souhait du PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board)**.

1.8. Synthèse du Chapitre 1

Les tendances observées depuis le début de l'année 2013 confirment l'amélioration de l'environnement économique et financier, notamment en Europe, en lien notamment avec le maintien de politiques monétaires très accommodantes, la poursuite des efforts de désendettement des agents économiques et des avancées institutionnelles et réglementaires décisives dans le cadre de réformes visant à accroître la résilience des marchés. Cette embellie s'est traduite par un regain de confiance et un certain appétit pour le risque, comme l'illustrent la désaffection pour l'or, valeur refuge par excellence, ou à l'inverse, l'intérêt manifeste pour les pays périphériques de la zone euro. Elle est également reflétée par le dynamisme de l'activité sur les marchés primaires et des fusions et acquisitions.

Dans ce contexte globalement favorable, plusieurs risques peuvent néanmoins être soulignés :

- le risque que des contraintes de financement des entreprises, en lien avec la baisse de l'octroi de crédit, notamment bancaire, et l'atonie de l'activité de titrisation n'obèrent la reprise économique en Europe. Ce risque pourrait toutefois être contenu à court terme par la mise en œuvre annoncée de nouvelles opérations de refinancement de la BCE⁹⁰ dont l'objectif est justement de redynamiser la distribution de crédit aux entreprises ;
- le risque que le niveau des taux d'intérêt et/ou les réformes réglementaires à l'œuvre ne contribuent à une déformation des structures de financement et de placement des acteurs économiques, caractérisée par une augmentation de la prise de risque de la part d'investisseurs en quête de rendement et l'apparition et/ou le dégonflement de bulles localisées, à l'image des succès et déconvenues spectaculaires rencontrés par la plus populaire des monnaies virtuelles, le bitcoin ;
- le risque d'arbitrage et de surcharge réglementaire lié à une insuffisante coordination internationale, susceptible de pénaliser le redémarrage de l'économie européenne.

⁹⁰ Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)

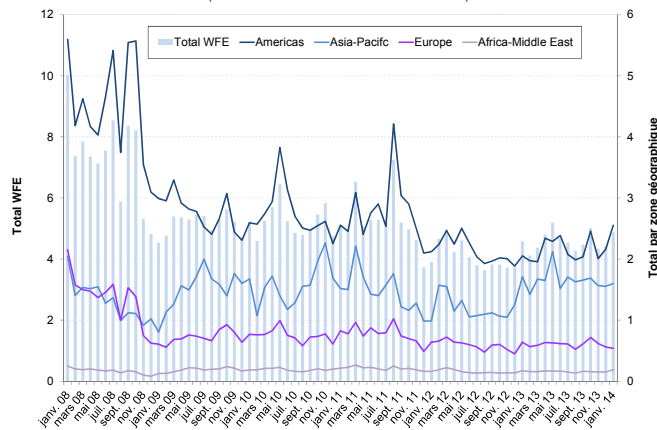
CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION

2.1. Stagnation de l'activité sur les marchés secondaires d'actions malgré le rebond des valorisations

L'activité sur les marchés secondaires d'actions se stabilise

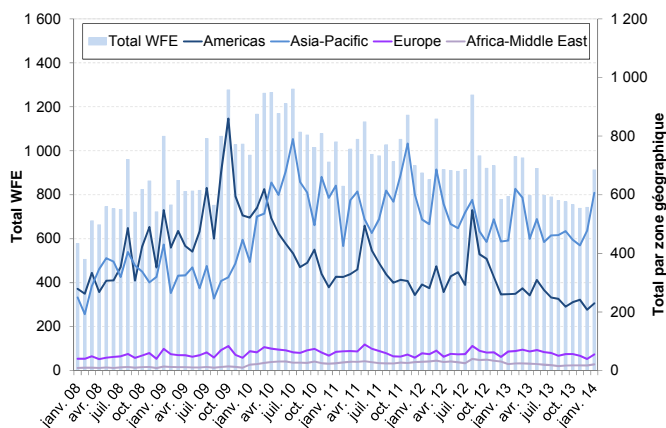
En 2013, après 5 années consécutives de baisse marquée, les volumes de transactions sur les marchés secondaires d'actions mesurés par la World Federation of Exchanges (WFE) se sont stabilisés en Europe et aux États-Unis, mais à des niveaux quasiment trois fois plus faibles qu'avant la crise (Graphique 53). Les volumes mensuels échangés dans les carnets d'ordres électroniques sont en effet passés d'une moyenne de 4 500 milliards de dollars en 2008 pour la zone Amériques et 1 500 milliards de dollars pour la zone Europe à des valeurs proches respectivement de 2 000 milliards et 600 milliards de dollars en 2013. Ces valeurs marquent toutefois une augmentation par rapport à celles de 2012 (12 % pour la zone Amériques, 21 % pour la zone Europe).

Graphique 53 : Volumes traités dans les carnets d'ordres électroniques des bourses (en milliers de milliards de dollars)



Sources : AMF, World Federation of Exchanges.

Graphique 54 : Nombre de titres échangés dans les carnets d'ordres électroniques des bourses (en millions de titres)



Sources : AMF, World Federation of Exchanges.

Cette stabilisation recouvre des situations hétérogènes Cette évolution entre 2012 et 2013 recouvre des réalités différentes pour l'Europe et la zone Amériques. En Amérique, la tendance à la baisse du volume total des transactions (produit du nombre de titres échangés et de leur valeur de marché) s'approfondit (Graphique 54), le nombre de titres échangés sur les carnets d'ordres électroniques baissant encore de près de 30 %. Cette moindre activité ne transparaît toutefois pas dans les volumes totaux du fait de la forte hausse des valorisations qui vient en masquer l'effet : les capitalisations des entreprises cotées aux États-Unis ont par exemple augmenté de 29 % en 2013. En Europe, le dynamisme moindre des marchés actions en 2013, combiné à une baisse du nombre de titres échangés, explique la hausse légère de 3 % des volumes échangés.

Les limites méthodologiques de cette analyse doivent toutefois être soulignées. Les données WFE recensent en effet les échanges intervenus dans des carnets d'ordres transparents, donc à l'exclusion des échanges réalisés d'une part de gré à gré et d'autre part sur des plateformes non soumises à transparence pré-négociation (voir section 2.2). Or, la ventilation des volumes exécutés entre marchés transparents, plateformes opaques et gré à gré n'est pas constante au cours du temps. Ceci dit, les données disponibles sur les transactions de gré à gré montrent que l'évolution à la hausse des volumes de gré à gré ne suffit pas à annuler la tendance massive à la baisse observée sur les carnets d'ordres. Ceci est d'autant plus vrai concernant les échanges non transparents (selon des mécanismes de type *Dark Pool*) dont les volumes sont encore plusieurs fois inférieurs à ceux des échanges transparents (voir section 2.2, Graphique 64 à Graphique 69).

Par ailleurs, les volumes de transactions étant volatils par nature, il est délicat d'isoler l'impact quantitatif de chacun de leurs déterminants pris isolément, surtout quand l'on raisonne au niveau mondial. De façon plus qualitative, les volumes échangés sont déterminés par une série de facteurs dont :

- L'organisation de l'intermédiation, marquée en l'occurrence par le rôle très significatif tenu depuis plusieurs années par le Trading à Haute Fréquence (HFT). Ces acteurs qui, formellement, échangent pour compte propre, recourent toutefois massivement à des stratégies de tenue de marché qui les apparentent à des intermédiaires de marché. Leur *modus operandi* implique de prendre des positions de taille limitée afin de réduire leur risque de perte : ils contribuent donc à la réduction tendancielle de la taille des ordres, même s'il n'est par exemple pas possible de conclure a contrario que l'augmentation de la taille des ordres sur les marchés américains s'explique par une moindre incidence du HFT⁹¹ ;
- Le sentiment de marché, qui détermine à la fois les effets prix à la hausse ou à la baisse et les effets volume via la propension des investisseurs individuels comme institutionnels à participer aux marchés actions. La corrélation entre le cours du CAC40 et le nombre de titres échangés sur l'indice parisien est ainsi positive et significative⁹². De ce fait, le rebond des valorisations en 2013 a contribué à soutenir l'activité sur les marchés actions ;
- Les évolutions fiscales qui peuvent tirer les volumes à la hausse comme à la baisse. Ainsi dans le cas français (Graphique 55), l'année 2012 avait vu l'entrée en vigueur du dispositif de taxation des transactions financières et de la taxe sur les opérations à haute fréquence. Son effet sur les volumes avait été significatif les premiers mois (mais non pas la taxation du HFT, dont l'impact avait été négligeable), notamment en raison de l'arrêt temporaire de l'activité de plusieurs acteurs importants. Colliard et Hoffman (2013) estiment ainsi un impact de -26 % sur les volumes de l'assiette le mois de l'entrée en vigueur (août 2012), réduit à -5,5 % dès le mois suivant. En tout état de cause, l'effet permanent du dispositif français sur les volumes échangés sur les valeurs de l'assiette sur Euronext, de l'ordre de 10 % (Graphique 55), apparaît de second ordre par rapport à la baisse des volumes beaucoup plus importante observée depuis 2008.

Adaptation des acteurs au dispositif français de taxation des transactions financières

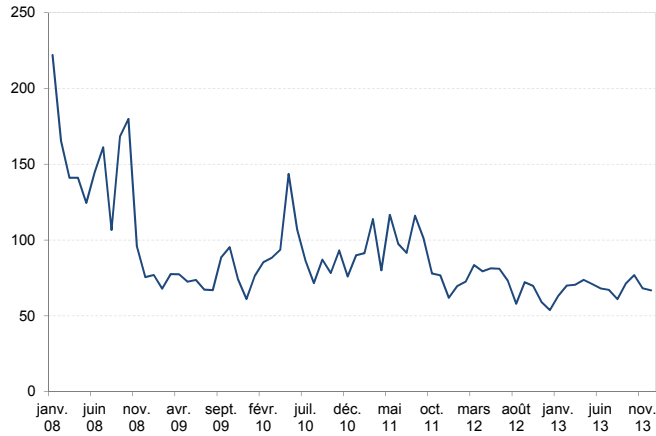
⁹¹ World Federation of Exchanges (2013).

⁹² Calculs AMF sur la base des cours et des volumes journaliers échangés sur le CAC 40 depuis le 1^{er} janvier 1992.

Les études des effets de la taxe française sur les transactions financières concluaient par ailleurs à son absence d'impact significatif sur la liquidité du marché. La phase d'adaptation des principaux pourvoyeurs de liquidité sur Euronext semble désormais close, après une période initiale marquée notamment par des interruptions d'activité de plusieurs teneurs de marché importants ;

- Les évolutions réglementaires, qui peuvent déclencher des évolutions dans la nature du processus de négociation. Du côté des plateformes de négociation, la directive MIF II une fois pleinement entrée en vigueur imposera la négociation sur plateformes transparentes comme option par défaut pour les actions. A ce stade, l'agenda réglementaire national et européen ne semble pas avoir affecté massivement l'activité des marchés secondaires d'actions en 2013. Du côté des intermédiaires, à moyen terme, les réformes de structure des banques pourraient avoir un effet sur leurs activités de trading sur actions, notamment en France, dont la loi de séparation des activités bancaires entrera en vigueur le 1^{er} juillet 2015.

Graphique 55 : Volumes actions échangés sur Euronext Paris
(en milliards d'euros)



Sources : AMF, NYSE Euronext.

Encadré 7 : Les risques liés au Trading Haute Fréquence (HFT)

L'incidence du HFT sur les marchés actions apparaît en voie de consolidation. Sur Euronext Paris au 4^{ème} trimestre 2013, la part de l'activité réalisée par des HFT « purs » représente 22 % du volume. En intégrant une partie de l'activité HFT logée au sein de banques d'investissement, le HFT totalise 31 % du volume⁹³. Mesurée par les ordres et non seulement par les volumes, l'empreinte de marché des HFT apparaît encore plus importante : les HFT purs concentrent 58 % des ordres. A l'étranger, la World Federation of Exchanges (2013) estime une baisse de la part du HFT dans les volumes sur actions européennes de 41 % en 2010 à 39 % en 2012 ; sur actions américaines, le HFT serait passé de 60 % des volumes en 2009 à 51% en 2012. Cette évolution reste à confirmer, tant les parts de marché peuvent se redistribuer rapidement entre acteurs dans le contexte d'une rentabilité moindre de l'activité liée à des investissements technologiques lourds et à une concurrence accrue. Alors que l'année 2014 verra entrer en vigueur la version révisée de la directive MIF qui affectera le HFT de façon importante, il est probable qu'elle verra aussi se reproduire sur les marchés des incidents opérationnels et des épisodes d'instabilité financière liés aux opérations des HFT tels que ceux survenus au cours des années précédentes.

Le HFT comporte plusieurs types de risques pour les marchés financiers :

- *Risques pour la protection de l'investisseur et l'équité des marchés* : si la raison d'être des HFT est d'utiliser leur technologie pour consolider la liquidité fragmentée entre plusieurs plateformes, les investisseurs finaux peuvent subir un préjudice si les HFT s'appuient sur leur avantage de vitesse pour tirer systématiquement profit des mouvements de prix. Les politiques d'offre de colocalisation, de vente privilégiée de flux d'information et de tarification asymétrique des plateformes ayant pour but d'attirer le flux d'ordre HFT doivent être surveillées à ce titre afin de garantir que la concurrence entre HFT et acteurs à plus forte latence soit équitable. Du fait des externalités négatives qu'il présente (Biais, Foucault et Moinas (2012)), le HFT peut inciter d'autres fournisseurs de liquidité fonctionnant sur un modèle technologique et commercial différent, ainsi que les investisseurs finaux, à chercher des alternatives à la négociation via des carnets d'ordres électroniques, par exemple en se tournant vers des *dark pools*, avec des conséquences potentiellement négatives sur la diversité des acteurs de marché, la capacité d'absorption des chocs des teneurs de marché, et *in fine* la capacité des marchés à financer l'économie.
- *Risques pour la qualité de marché* : l'activité des HFT affecte la transparence, la liquidité et la profondeur des marchés. Dans la mesure où ils opèrent avec une latence inférieure aux autres acteurs, les HFT rendent les carnets d'ordres imprévisibles pour les acteurs plus lents, qui ne peuvent être certains d'exécuter aux prix et aux quantités observés au moment de l'envoi de leurs ordres. Il peut en résulter un écart entre la liquidité « apparente » et la liquidité réellement disponible. Certains HFT répliquent en effet leur offre de liquidité simultanément sur plusieurs plateformes, les conduisant à annuler leurs offres sur l'ensemble des plateformes suite à l'exécution d'un ordre sur une plateforme donnée. Van Kervel (2012), sur un échantillon de titres du FTSE en 2009, document l'existence de ce phénomène de « liquidité fantôme » (*ghost liquidity*). De plus, se pose la question de la résilience de la liquidité fournie par les HFT aux épisodes de stress de marché.
- *Risques pour la stabilité financière* : même si les études portant sur la relation entre HFT et volatilité ne délivrent pas un message univoque, des épisodes tels que le Flash Crash de mai 2010 indiquent que l'exécution automatique –sans intervention humaine– d'un très grand nombre d'ordres, sans prendre en compte de façon appropriée les prix de marché, peut conduire ces derniers, dans des épisodes de tensions, à connaître des mouvements extrêmes. Ce type de réaction peut être nourri par la corrélation instantanée entre les stratégies suivies par les HFT (Brogaard (2011)) ou la corrélation temporelle entre les positions d'un même algorithme (Chaboud et al. (2012) sur le marché des changes en fournissent un exemple), alimentant des spirales auto-entretenu de hausse ou de baisse des prix, suivies de corrections brutales. Le fait que les HFT ne soient pas soumis à la régulation prudentielle et en particulier à des exigences en capital participe également de leur faible capacité d'absorption des chocs.

L'année 2014 devrait être une année charnière pour la régulation du HFT des deux côtés de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, en sus des dispositions du Dodd-Frank Act, les enquêtes menées par le Procureur Général de l'Etat de New York concernant des pratiques de vente préalable d'informations et de fourniture d'accès privilégié à des HFTs pourraient déboucher à terme sur une jurisprudence plus rigoureuse vis-à-vis de ces derniers (New York Attorney General (2014)). En Europe, la révision de la MIF comporte des avancées pour améliorer la régulation et la coordination de la supervision du HFT en Europe :

- Les sociétés de HFT devraient s'enregistrer en tant que prestataires de services d'investissement, si bien que toutes répondraient alors à des exigences plus fortes d'organisation interne et de *reporting* à l'attention de leur superviseur national.
- Le contrôle des risques au sein de ces sociétés devrait être amélioré, par exemple en s'assurant de la résilience des systèmes d'information et de la qualité de leur contrôle interne, ce qui

⁹³ Ce chiffre équivaut à la part du HFT identifiée avec certitude, une partie plus difficile à estimer émanant de banques d'investissement n'étant probablement pas ici prise en compte

réduirait l'impact sur le marché des défaillances éventuelles.

- Une identification (un marquage ou « flagging ») des algorithmes pourrait être exigée, de sorte que les sociétés devraient savoir lier algorithmes et ordres, mais aussi tenir ces informations à la disposition des superviseurs lorsque ces derniers le demanderaient, notamment pour savoir quel algorithme est à l'origine de tel ordre.
- l'introduction d'un pas de cotation (l'écart minimal entre deux prix) minimum harmonisé, vise à éviter que certains acteurs ne jouent sur des pas de cotation tantôt trop fins, tantôt disparates selon les instruments et les plateformes.
- L'ESMA devrait mieux définir à l'échelle européenne la structure de tarification des plateformes boursières. Il importe en effet que ces tarifs n'encouragent pas, et bien au contraire pénalisent, les volumes d'ordres excessifs qui sont ensuite fréquemment immédiatement annulés.
- L'ESMA devrait pouvoir préciser et mieux encadrer les conditions de la colocalisation pour les firmes de HFT.

Toutefois, même après la révision de la MIF, plusieurs questions continueront donc de se poser, pour permettre au superviseur de bien apprécier la réalité des risques posés par le HFT :

- L'accès à une masse considérable de données, le traitement et l'exploitation de ces données, qui suppose un travail d'harmonisation ainsi que la mise en place de ressources par les autorités nationales; sur ce point, la mise en place du LEI (Legal Entity Identifier), devrait permettre à terme d'utiliser plus efficacement les informations disponibles ;
- La coopération et l'échange entre superviseurs des informations pertinentes, tirées notamment des carnets d'ordres, leur permettant de veiller à la bonne application de leur réglementation respective et à éliminer ou réduire les possibilités d'arbitrage réglementaire.

2.2. Fragmentation et opacité des marchés actions

2.2.1 La fragmentation des marchés actions se stabilise

En Europe, l'entrée en vigueur de la directive MIF I en novembre 2007 a formellement aboli la règle de concentration des ordres, permettant l'instauration d'une concurrence entre opérateurs pour le flux d'ordres et une diversification des mécanismes d'appariement des ordres. Selon les données Thomson Reuters⁹⁴, une seule plateforme alternative permettait de négocier des titres du CAC 40 en janvier 2008 ; en avril 2014, 15 plateformes opérant en dehors des marchés régulés offrent ce service. Ainsi, MIF I définit en creux quatre types de négociation sur actions : via des marchés régulés (*Regulated Markets*, RM), des plateformes multilatérales sujettes à transparence pré-négociation (*Multilateral Trading Facilities*, MTF), des internalisateurs systématiques (*Systematic Internalizers*, SI), auxquels il faut ajouter les échanges de gré à gré.

Les parts de marché des plateformes alternatives sur marchés transparents est stable

Les volumes échangés de gré à gré continuent de représenter une part significative de l'ensemble des transactions. Selon les données de Thomson Reuters, la part du gré à gré atteindrait sur l'ensemble des actions européennes entre 40 % et 60 % des volumes échangés selon les années depuis 2008. La part du gré à gré sur titres du CAC 40 s'établit ainsi à 52 % en 2013, après 54,2 % en 2012, les variations de trimestre à trimestre pouvant s'avérer importantes⁹⁵. De plus, comme le souligne l'Association for Financial Markets in Europe⁹⁶, la recension des volumes de gré à gré est sujette à des doubles comptages qui peuvent aboutir à des écarts d'estimation significatifs entre les sources⁹⁷.

La fragmentation des marchés actions se maintient à un niveau historiquement haut

Par ailleurs, la fragmentation des volumes échangés sur actions sur les plateformes multilatérales (volumes *lit*), appréhendée par le biais des données Thomson Reuters, connaît depuis deux ans une stabilisation sur les principaux marchés européens. La phase d'érosion très marquée des parts de marché des opérateurs historiques en France, Grande-Bretagne et Allemagne semble donc au moins provisoirement achevée (Graphique 56 à Graphique 58), même si elle est d'ampleur inégale selon les pays. Cette diminution est

⁹⁴ Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

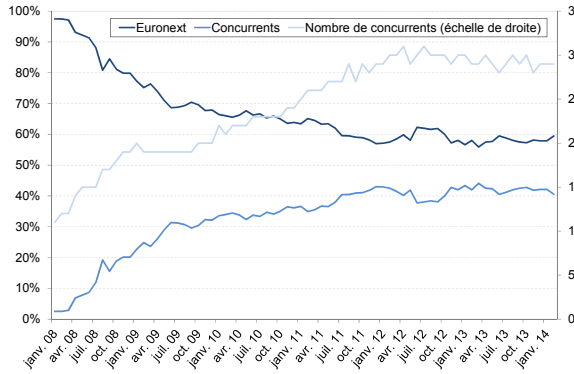
⁹⁵ Source : données AMF.

⁹⁶ Association for Financial Markets in Europe (2011).

⁹⁷ Les données Fidessa indiquent ainsi une part de gré à gré sur le CAC 40 de 36 % en 2013, après 49 % en 2012.

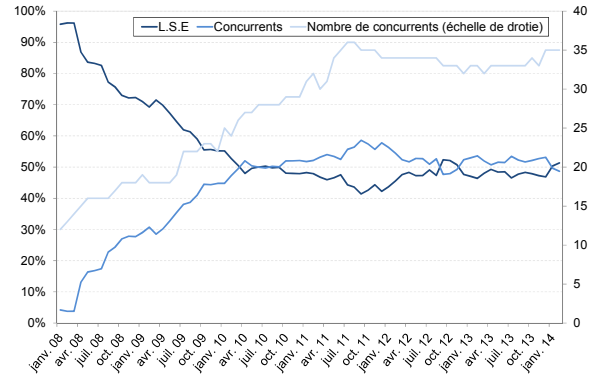
essentiellement due à l'augmentation de la part de marché des MTF, la part des transactions sur titres multicotés sur des marchés régulés étant stable.

Graphique 56 : Parts de marché d'Euronext et de ses concurrents sur actions françaises



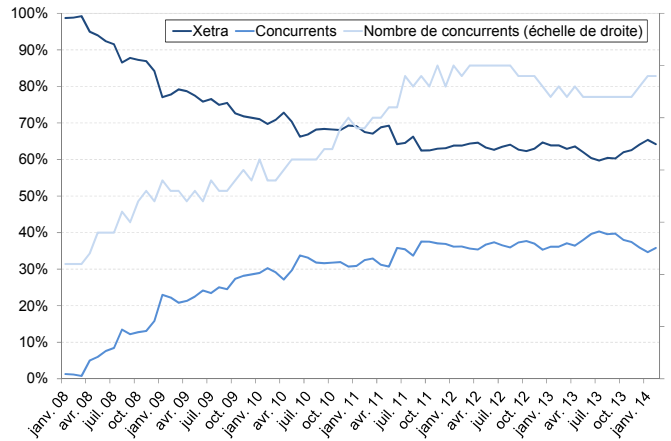
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 57 : Parts de marché du LSE et de ses concurrents sur actions britanniques



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 58 : Parts de marché de Xetra et de ses concurrents sur actions allemandes



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

L'évolution des indices de concentration souligne également la stabilisation de la fragmentation des volumes (Graphique 59 à Graphique 61). Mesurée par l'indice d'Herfindahl-Hirschman ou par le Cheuvreux Fragmentation Index (voir Encadré 8), l'essentiel de la fragmentation a eu lieu entre 2008 et 2011 en France, Grande-Bretagne et Allemagne. Avec une part de marché du London Stock Exchange de 51 % et un indice d'Herfindahl-Hirschman de 0,32, le marché actions britannique apparaît comme le plus fragmenté devant les marchés français et allemand.

Encadré 8 : La mesure de la fragmentation des marchés

Les indicateurs de fragmentation des marchés sont en général évalués par des variantes de l'indice d'Herfindahl-Hirschman (HHI), appliquées aux volumes réalisés par lieu d'exécution. Si chaque lieu d'exécution indexé par i exécute un volume v_i de transactions sur l'actif ou la classe d'actif considéré, l'indice vaut :

$$HHI = \sum \left(\frac{v_i}{\sum v_i} \right)^2$$

Des valeurs proches de 1 indiquent la concentration des volumes exécutés sur un nombre restreint de places, et, dans ce cas précis, une emprise persistante des opérateurs historiques sur les émetteurs de la place. Pour un nombre de marchés n donné, des valeurs proches de $1/n$ indiquent une distribution équitable des volumes.

Cheuvreux (2010) propose un indicateur (CFI) adapté des mesures d'entropie afin de mesurer la dispersion des parts de marché des lieux d'exécution :

$$CFI = -\frac{1}{\log(n)} \left(\sum \left(\frac{v_i}{\sum v_i} \right) \log \left(\frac{v_i}{\sum v_i} \right) \right)$$

Des valeurs proches de 0 indiquent un quasi-monopole d'une plateforme unique. Une augmentation de l'indice correspond à une déconcentration du marché. Pour un nombre donné de lieux d'exécution, une augmentation de l'indice correspond à une distribution plus aléatoire des volumes exécutés.

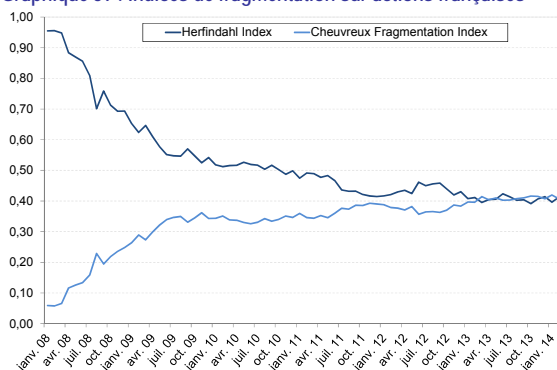
Les limites d'interprétation de ces indices doivent tout de même être soulignées. En premier lieu, la part de marché des opérateurs historiques reste en soi une information pertinente en ce qu'elle détermine la notion de marché de référence, avec des implications en termes de détermination des autorités nationales compétentes.

Par ailleurs, le périmètre des marchés auquel la formule de calcul des indices de fragmentation est appliquée importe. De fait, la fragmentation des volumes ne peut s'analyser qu'en prenant en compte les transactions réalisées sur des marchés reportant leurs volumes aux régulateurs ou à des agrégateurs de données privées. Les transactions de gré à gré ainsi que celles qui sont internalisées échappent donc au comptage.

Enfin, l'analyse de la fragmentation des volumes exécutés devrait être prolongée dans deux directions :

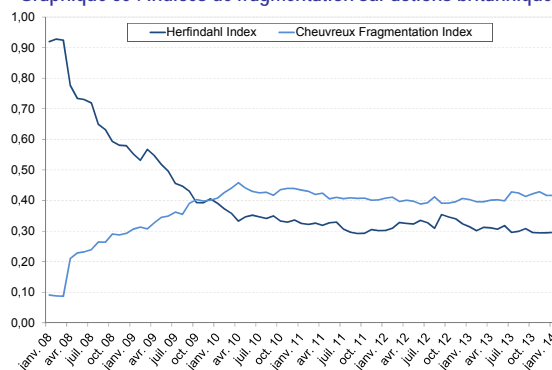
- ▶ par l'analyse de la fragmentation des flux d'ordres, qu'ils résultent ou non en des exécutions, afin d'appréhender la concurrence entre lieux d'exécution pour la captation du flux d'ordres. A. Madhavan (2011) documente sur les actions du Dow Jones et les ETFs associés une fragmentation plus importante quand elle est mesurée par les ordres que quand elle est mesurée par les volumes exécutés.
- ▶ par l'analyse de la fragmentation par intermédiaire, en considérant les volumes ou les ordres sur un actif donné sur l'ensemble des plateformes, afin de mesurer la concentration de l'activité d'intermédiation et son rôle de re-consolidation du processus de négociation.

Graphique 59 : Indices de fragmentation sur actions françaises



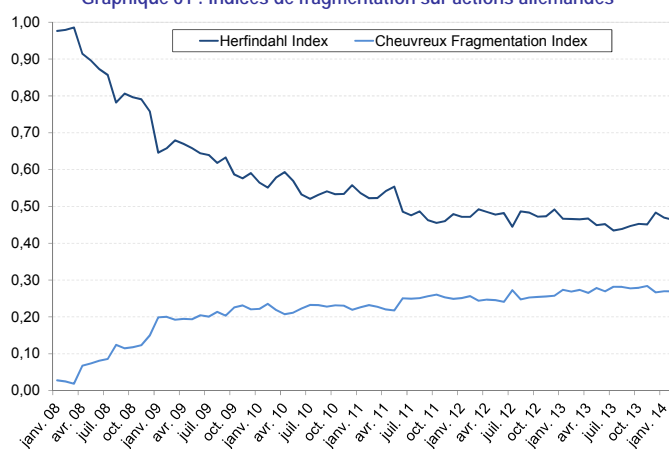
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 60 : Indices de fragmentation sur actions britanniques



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 61 : Indices de fragmentation sur actions allemandes



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

La fragmentation peut entraîner des effets adverses sur la liquidité

La concurrence entre lieux de négociation, dont résulte la fragmentation, peut induire une série d'effets positifs sur la qualité des marchés actions. La mise en concurrence des plateformes peut ainsi mener à une baisse de leurs tarifs⁹⁸ ainsi qu'à une meilleure réponse à l'hétérogénéité des préférences des investisseurs en termes de mécanismes d'exécution. Le fait pour un titre d'être négocié sur plusieurs plateformes peut également élargir la population de fournisseurs de liquidité et la concurrence entre eux sur ce titre, emportant des effets positifs pour sa liquidité⁹⁹. Toutefois, les avantages potentiels d'une concurrence plus intense doivent être mis en balance avec le risque de dispersion de la liquidité entre plateformes de négociation, d'une part, et avec les économies d'échelle et les externalités de réseau que permet la concentration des acteurs sur une ou un nombre réduit de plateformes. Les résultats des études empiriques soulignent justement que les bénéfices de la fragmentation sont conditionnels aux exigences de transparence en vigueur par ailleurs ainsi qu'au degré de consolidation effective des marchés par les participants. Dans le contexte américain, O'Hara et Ye (2011), étudiant le comportement de 262 actions du NYSE et du Nasdaq sur six mois de 2008, estiment que les titres les plus fragmentés présentent des temps et des coûts d'exécution inférieurs, mais indiquent que ces effets positifs sont liés à l'existence d'une base de données consolidées (*consolidated tape*) et à l'obligation de traiter au meilleurs prix consolidé (*National Best Bid Offer*), deux points actuellement absents en Europe. Biais, Bisière et Spatt (2010), analysant le comportement des teneurs de marché sur le Nasdaq et sur Island, montrent que la mise en concurrence des

⁹⁸ Colliard et Foucault (2013) associent ainsi la baisse des frais facturés par les plateformes et l'intensification de la concurrence dans ce secteur suite à l'entrée en vigueur de la Regulation NMS aux États-Unis.

⁹⁹ Foucault et Menkveld (2008) construisent un modèle dans lequel la fragmentation augmente la profondeur disponible à la meilleure limite si elle permet aux fournisseurs de liquidité de se livrer à une concurrence plus intense sur les prix.

plateformes s'accompagne de la mise en concurrence des fournisseurs de liquidité présents sur chacune d'entre elles. Les effets de la fragmentation semblent se matérialiser de façon différente dans le contexte de MiFID I, du fait notamment de la définition moins stricte de la règle de meilleure exécution. Sur la base de titres de l'Eurostoxx 50 traités sur dix plateformes en 2007 et 2008, Ende et Lutat (2011) calculent ainsi qu'après prise en compte de l'ensemble des coûts de transaction explicites, 1,5 % des ordres pourraient être exécutés à de meilleures conditions tarifaires. Les effets sur la liquidité sont également ambigus. Degryse, De Jong et Van Kervel (2014), sur un ensemble de 52 titres néerlandais de 2006 à 2009, trouvent que la fragmentation des marchés transparents¹⁰⁰ augmente la liquidité globale (mesurée par les *spreads* et la profondeur du carnet d'ordres agrégé), mais tend à détériorer celle du marché de référence. En ce sens, la fragmentation peut s'exercer au détriment des acteurs ne recourant qu'aux marchés traditionnels, ou ne routant leurs ordres que vers un petit nombre de plateformes de négociation. Gresse (2013), pour sa part, ne trouve pas d'effet défavorable de la fragmentation sur la liquidité du marché de référence, dans son échantillon de 152 actions cotées sur Euronext et le LSE. En revanche, la profondeur sur les plus petites capitalisations y est négativement affectée par la fragmentation.

En outre, l'installation de la fragmentation comme un élément durable du paysage européen de la négociation sur actions a également conduit à mettre en évidence plusieurs types de risques qui lui sont associés. En Europe, la directive MIF actuellement en cours de révision introduit d'ailleurs des éléments importants de réponse à ces questions (voir section 2.2.3) :

- La dispersion de la liquidité entre une multitude de marchés, si elle n'est pas accompagnée par des mesures visant à rendre effectif le principe de meilleure exécution des ordres et à garantir un niveau satisfaisant de transparence post-négociation, peut créer une disparité entre, d'une part, les participants accédant aux prix proposés sur l'ensemble des plateformes et, d'autre part, les participants ne traitant que sur une ou un nombre restreint de plateformes. Dans le contexte des marchés actions actuels, ce risque peut également se matérialiser du fait des stratégies d'arbitrage et de tenue de marché inter-plateformes menées par des acteurs du HFT au détriment de contreparties plus lentes. Menkveld et Yueshen (2013) construisent ainsi un modèle de marchés fragmentés où l'activité de consolidation des teneurs de marché s'accompagne d'effets indésirables pour les investisseurs, notamment une dégradation du contenu informationnel des mouvements de prix. Enfin, la fragmentation de la liquidité peut rendre plus difficile l'évaluation des politiques d'exécution des brokers et aboutir à des effets non désirables pour les clients. Cette question se pose dans le cadre des règles européennes de meilleure exécution qui permettent aux brokers d'utiliser des mesures de la qualité d'exécution à critères multiples, dont le prix n'est qu'une composante aux côtés d'autres, tels que les coûts de transaction, la vitesse et la probabilité d'exécution. La multiplication des plateformes aux caractéristiques hétérogènes peut alors contribuer à l'augmentation de la fréquence des ordres exécutés à des conditions non optimales.
- De même, la diversité des systèmes opérationnels et des règles de négociation peut favoriser excessivement certains acteurs tels que les HFT, notamment à travers les pratiques de tarification et de diffusion de l'information des plateformes, dans la mesure où celles-ci peuvent être incitées, principalement pour des raisons de profitabilité, à attirer le flux d'ordres des HFT (voir par exemple Biais, Foucault et Moinas (2012) et Menkveld (2012)). Ces pratiques contribuent en effet à augmenter les volumes d'ordres ainsi que la prévalence du HFT, avec des externalités qui peuvent être négatives en termes de coûts de fonctionnement et de résilience des infrastructures.
- C'est ainsi que la multiplication de lieux de négociation, conjuguée au développement du HFT, participe d'un processus de négociation plus complexe et plus endogène, avec

*La fragmentation
peut créer des
disparités entre
catégories
d'intervenants sur
les marchés*

¹⁰⁰ Les auteurs différencient la fragmentation entre marchés transparents (*lit fragmentation*) de l'augmentation des parts de marché des marchés opaques (*dark fragmentation*), voir section 2.2.2.

des répercussions potentiellement négatives pour la stabilité financière. La multiplication des plateformes induit en effet un risque de contagion entre marchés des chocs spécifiques, illustré par le *Flash Crash* américain de mai 2010. Dans cette perspective, les réflexions sur la configuration des dispositifs de gestion de la volatilité (*circuit breakers*) doivent être poursuivies et trouver des traductions réglementaires.

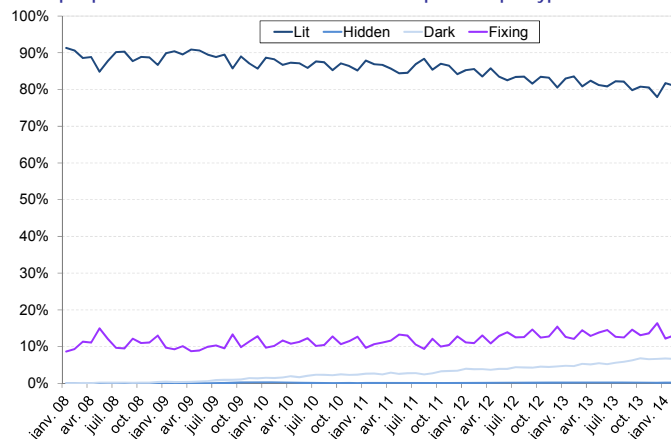
2.2.2 Opacité faible mais croissante des marchés actions

L'une des évolutions majeures dans l'organisation des échanges sur actions post-MIFID I est la part croissante des échanges réalisés en application d'exemption aux règles de transparence pré-négociation (*dark trading*). Même si les statistiques doivent être prises avec précaution dans la mesure où la classification des transactions¹⁰¹ entre *lit* et *dark* relève parfois d'une appréciation qualitative et peut différer entre fournisseurs de données, les statistiques Thomson Reuters et les études publiées par Fidessa (voir Fidessa (2013) et Graphique 64 à Graphique 69) confirment cette tendance en 2013 pour les marchés européens dans leur ensemble.

La part du trading actions sur des marchés opaques reste modérée

Au niveau européen, Fidessa rapporte une part du *dark trading* dans les volumes actions de 4 % en octobre 2013, contre 3 % en octobre 2012. L'exploitation des données Thomson Reuters indique une part de marché de 7 % en février 2014 contre 4 % en février 2013. S'ils continuent donc de représenter une fraction modeste des échanges sur actions, les volumes sur *dark pools* ont pourtant connu une croissance très significative depuis 2008 en Europe (Graphique 62).

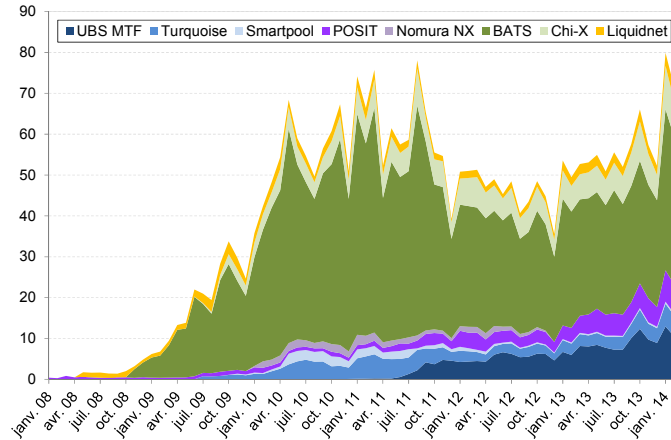
Graphique 62 : Part de marché sur actions européennes par type d'exécution



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

¹⁰¹ Et non seulement des plateformes, certaines offrant l'accès à plusieurs types d'exécution inégalement transparents.

Graphique 63 : Volumes mensuels sur *dark pools*, actions européennes (en milliards d'euros)

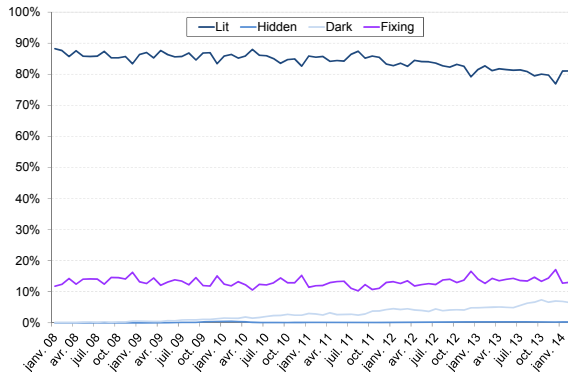


Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Les volumes ont toutefois fortement augmenté depuis 2009

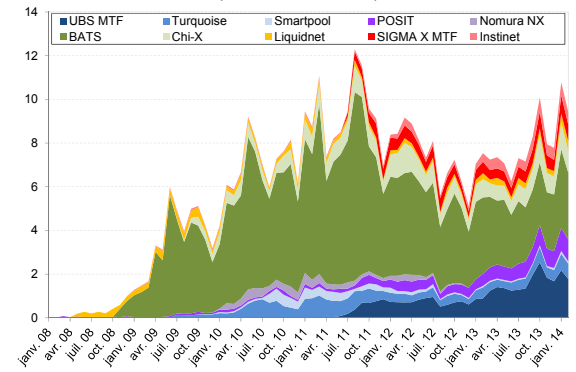
Avec des différences de rythme et de magnitude, cette évolution se retrouve dans les cas des actions françaises, britanniques et allemandes (Graphique 64 à Graphique 69). L'incidence estimée du *dark trading* est ainsi de 10 % sur titres britanniques, 7 % sur titres français et 5 % sur titres allemands. Si les parts de marché du *dark trading* apparaissent encore modestes, leur rythme de croissance depuis 2008 est particulièrement soutenu : les volumes exécutés sur *dark pools* ont été multipliés par 156 entre janvier 2008 et janvier 2014 sur actions européennes, par 240 sur actions françaises, 170 sur actions allemandes et 112 sur actions britanniques.

Graphique 64 : Part de marché sur actions françaises par type d'exécution



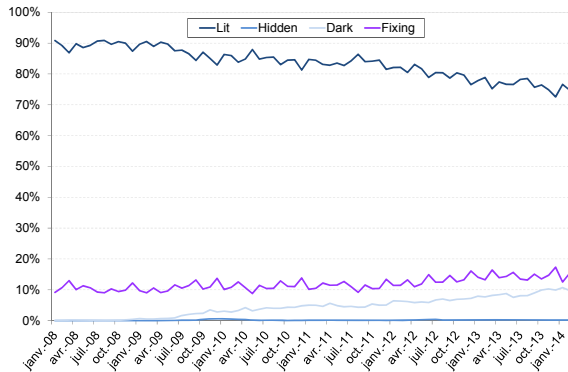
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 65 : Volumes mensuels sur *dark pools*, actions françaises (en milliards d'euros)



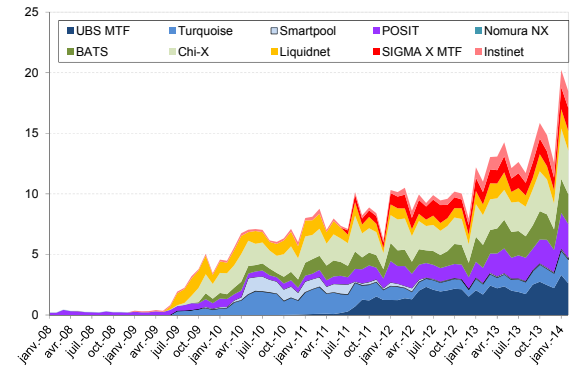
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 66 : Part de marché sur actions britanniques par type d'exécution



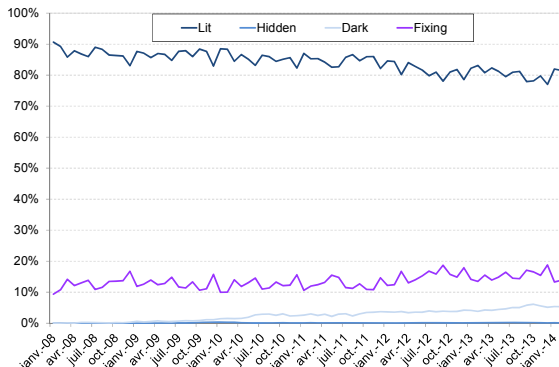
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 67 : Volumes mensuels sur *dark pools*, actions britanniques (en milliards d'euros)



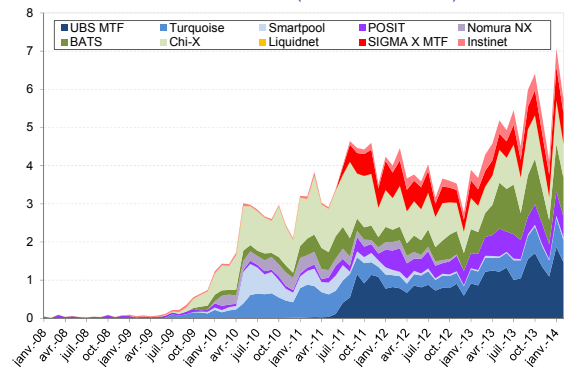
Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 68 : Part de marché sur actions allemandes par type d'exécution



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Graphique 69 : Volumes mensuels sur *dark pools*, actions allemandes (en milliards d'euros)



Sources : AMF, Thomson Reuters Equity Market Share Reporter.

Les marchés opaques exercent des externalités sur les marchés transparents

Comme la fragmentation, le *dark trading* présente en théorie des avantages potentiels. Les exemptions à la transparence permettent en principe à des acteurs d'exécuter des volumes d'ordres importants sur un même titre à l'abri des phénomènes de sélection adverse, c'est-à-dire en minimisant l'impact qu'aurait sur leur prix d'exécution la découverte par d'autres intervenants de l'existence d'une transaction de grosse taille. A ce titre, certains investisseurs peuvent se tourner vers ce type d'exécution pour éviter d'être détectés par des traders algorithmiques ou à haute fréquence exploitant les mouvements de prix provoqués par les ordres de taille importante. L'opacité peut également être profitable aux teneurs de marché qui peuvent fournir de la liquidité sur les *dark pools* sans révéler leur information privée¹⁰². La question est toutefois moins celle de la liquidité sur les *dark pools* en tant que telle, mais des effets de complémentarité ou d'éviction avec les marchés transparents, de la proportion optimale de *dark trading* et des effets sur la qualité de marché dans son ensemble.

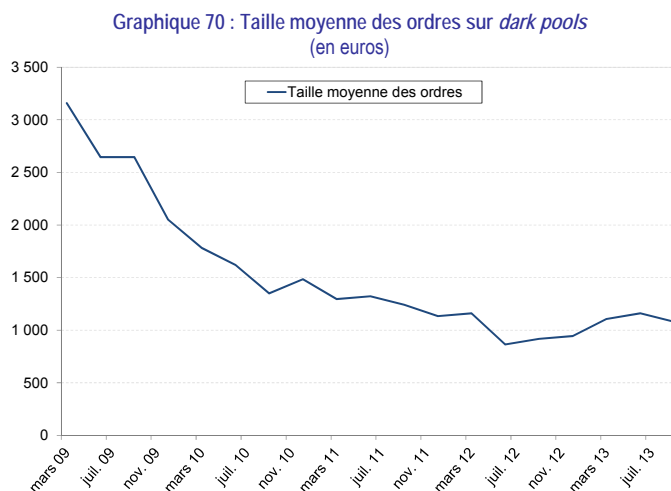
Plusieurs études empiriques s'accordent à souligner les effets de débordement sur les marchés *lit* liés à la croissance du *dark trading* et les risques associés :

- ▶ Weaver (2011), sur la base de transactions sur actions du NYSE, d'AMEX et du NASDAQ, trouve une association entre les spreads et les volumes des transactions sur *dark pools* internalisées par les intermédiaires (70 % des flux sur *dark pools* dans son échantillon), les spreads tendant à augmenter avec la part de *dark trading*. En outre, quand un titre est relativement plus traité sur un *dark pool*, sa volatilité et l'impact du nombre de transactions sur son prix augmentent, ce qui peut s'expliquer par des volumes réduits aux meilleures limites ou encore par une augmentation de la sélection adverse sur les marchés transparents.
- ▶ Nimalendran et Ray (2013), sur données *intraday* sur 100 actions américaines, signalent une augmentation des spreads et des mesures d'impact-prix immédiatement après une transaction exécutée sur un *dark pool*.
- ▶ Foley et Putnins (2013), sur données canadiennes, et Comerton-Forde et Putnins (2013), sur données australiennes, suggèrent que la relation entre la proportion de *dark trading* et les mesures de qualité de marché n'est pas monotone. Lorsque sa part de marché est modeste, l'impact du *dark trading* sur la liquidité et l'efficacité informationnelle apparaît positif. En revanche, à des niveaux plus élevés, le *dark trading* présente des effets négatifs sur le processus de formation des prix et peut contribuer à un élargissement des spreads. Les auteurs estiment un point de retournement aux alentours de 10 % du volume hors transactions sur blocs, ce qui souligne l'importance de restreindre l'usage des *dark pools* à leur vocation initiale de traitement des transactions sur blocs, notamment via un encadrement approprié des

Une croissance excessive du dark trading peut détériorer la qualité du processus de formation des prix

¹⁰² Voir Boulatov et George (2013) pour un modèle théorique.

exemptions aux exigences de transparence pré-négociation (voir section 2.2.3). A ce titre, la baisse tendancielle de la taille des ordres sur la grande majorité des *dark pools* documentée par Fidessa (2013) constitue un point d'attention pour le régulateur (Graphique 70), dans la mesure où elle peut signaler l'utilisation des *dark pools* à des fins différentes de celles qui étaient initialement envisagées¹⁰³. Ces préoccupations justifient les règles plus strictes d'accès par dérogation à la négociation non transparente introduites par MIF II.



Sources : AMF, données Fidessa.

- ▶ Dans le contexte européen, Degryse, De Jong et Van Kervel (2014) trouvent qu'une augmentation de la prévalence du *dark trading* tend à exercer un effet adverse sur les spreads, la profondeur et la volatilité, mesurés de façon agrégée. Dans l'échantillon de Gresse (2013) basé sur des transactions sur actions britanniques et françaises exécutées sur huit plateformes différentes, le *dark trading* est associé à plus de profondeur, mais aussi à des spreads cotés plus larges. Ces externalités négatives des marchés *dark* sur les marchés *lit* indiquent a minima la nécessité de garantir un accès non discriminatoire à tous les types de plateformes.

2.2.3 Les évolutions réglementaires apportées par MiFID II

MiFID II : tout en demeurant vigilante dans l'application du texte, en particulier sur le régime de transparence, l'AMF espère que cet accord améliorera le fonctionnement des marchés

Les propositions de révision de la directive MIF incluaient un certain nombre de dispositions importantes en matière de fragmentation. Le compromis obtenu en janvier 2014, lors du dialogue tripartite entre la Commission, le Conseil et le Parlement européens concernant les principes généraux permettant de fixer le cadre la révision de la directive européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II), clôt deux ans de débats, depuis la publication des propositions de la Commission en octobre 2011. La définition des mesures dites de niveau 2, placée sous la responsabilité de l'ESMA¹⁰⁴, doit aboutir en mai 2015 pour les *Regulatory Technical Standards* et en décembre 2015 pour les *Implementation Technical Standards*.

Au total, MiFID II comporte des avancées notables pour la structure des marchés, et notamment des éléments de réponse aux problématiques de transparence et de fragmentation des marchés. Les obligations de transparence pré- et post-négociation sont

¹⁰³ Voir SEC (2014) dans le contexte américain.

¹⁰⁴ L'ESMA disposera de délais relativement courts pour finaliser ces mesures de niveau 2 : 12 mois pour finaliser les RTS (« *Regulatory Technical Standards* »), 18 mois pour les ITS (« *Implementing Technical Standards* ») et 8 mois pour fournir un avis technique (*technical advice*).

étendues des actions aux dérivés ainsi qu'aux obligations et aux fonds indiciels cotés. Des règles sont également introduites (MiFIR), rendant obligatoire la négociation sur trois types de plateformes (marchés réglementés - MR -, systèmes multilatéraux de négociation – MTF - et internalisateurs systématiques) pour les actions, limitant de fait la négociation de gré à gré. Les futurs « organized trading facilities » (OTF) seront cantonnés aux transactions sur produits « *non-equities* », c'est-à-dire aux dérivés, aux obligations, aux produits structurés, ainsi qu'aux quotas d'émissions.

S'agissant de la transparence pré-trade, le recours à des dérogations¹⁰⁵ a été limité par un système de double plafonnement. En effet, une limite aux volumes qui pourront être traités sur les *dark pools* pour une valeur donnée est introduite : 4 % au maximum du volume total traité (*on venue et off venue*) en Europe pour la valeur concernée pourra être exécuté sur une plateforme se prévalant d'un *waiver* (c'est-à-dire d'une exemption) et 8 % au maximum sur l'ensemble des plateformes de négociation fonctionnant sur la base de ces *waivers*. L'ESMA travaille déjà à la définition des standards techniques associés à ce système de double plafonnement, notamment à la détermination des transactions ne contribuant pas à la formation des prix sur les marchés *lit*.

Un nouvel encadrement de la négociation algorithmique, dont le HFT MiFID II définit également le trading algorithmique et le HFT. Cette nouvelle réglementation impose une obligation d'agrément pour les acteurs HFT, ainsi que des exigences en termes de résilience et de contrôle des systèmes¹⁰⁶, complétées par de nouvelles dispositions s'appliquant aux plateformes. Parmi ces avancées, il convient notamment de souligner : l'obligation pour un acteur de HFT d'être capable d'identifier (*flagging*) l'algorithme à l'origine d'un ordre, la mise en place de structures de frais transparentes, équitables et non discriminatoires par les plateformes, l'instauration d'un régime harmonisé des pas de cotation (*tick sizes*) et la capacité donnée aux régulateurs d'imposer des surcharges tarifaires pour les ordres annulés ou pour les acteurs présentant les plus gros volumes d'ordres non exécutés.

Un renforcement de la protection des investisseurs MiFID II introduit également des mesures moins directement liées à la fragmentation des marchés. En premier lieu, diverses mesures permettent de renforcer la protection des investisseurs :

- une clarification de la structure des honoraires et de la rémunération des conseillers (encadrement plus strict des commissions perçues à l'occasion de prestations de conseil indépendant) ;
- des mesures de gouvernance (*product governance*) améliorant l'adéquation des produits aux besoins des clients¹⁰⁷ ;
- des pouvoirs d'intervention (*product intervention*) permettant à l'ESMA et aux autorités nationales d'intervenir dans les cas où les produits et services commercialisés feraient courir des risques importants aux clients ou à la stabilité financière.

Concernant les prestataires de services d'investissement, les principaux changements porteront sur un renforcement des règles de gouvernance, la subordination des exemptions applicables aux intervenants de type CIF (Conseiller en investissements financiers) à la mise en place d'un régime national leur appliquant certaines des dispositions de la directive et un encadrement plus clair de l'activité de tenue de marché.

¹⁰⁵ La directive restreint l'utilisation des dérogations aux obligations de transparence pré-négociation relatives aux systèmes fonctionnant sur la base d'un prix importé à partir d'un marché de référence (« *reference price waiver* ») et sur les systèmes fonctionnant sur la base de transactions négociées sur instruments liquides (« *negotiated trade waiver* »).

¹⁰⁶ Toutefois, la mise en œuvre opérationnelle du contrôle et de la validation des algorithmes par le régulateur doit encore être précisée.

¹⁰⁷ L'extension du périmètre des produits ne pouvant être vendus sans conduite d'un test de cohérence (*appropriateness tests*). A noter également un renforcement des obligations en termes d'informations destinées aux clients.

Un encadrement spécifique pour les instruments financiers sur matières premières Par ailleurs, les dérivés sur matières premières font désormais partie du champ de la directive révisée. La principale nouveauté tient ici dans la mise en place d'obligations de reporting et de limites de positions pour les acteurs qui détiennent de tels instruments financiers. Il existe toutefois des régimes dérogatoires : les dérivés sur pétrole et charbon ne seront totalement soumis à la nouvelle directive que dans un délai de 30 mois.

Enfin, s'agissant de la consolidation des données post-marché, l'AMF note, pour le regretter, l'absence de mise en place d'une *consolidated tape* unique agréant les données post-marché issus des différentes plateformes de négociation. Cette dernière aurait permis d'identifier de façon plus précise les conséquences de la fragmentation des marchés pour la protection des investisseurs et le bon financement de l'économie réelle, en permettant notamment aux régulateurs d'en tirer toutes les réponses nécessaires.

2.3. Infrastructures de marché et de post-marché actions et dérivés

2.3.1 Des mouvements de réorganisation d'ampleur dans le secteur des bourses

Finalisation de l'opération d'achat de NYSE Euronext par ICE

L'année 2013 a vu la finalisation du rachat de NYSE Euronext par Intercontinental Exchange (ICE), qui participe du mouvement conséquent de consolidation du secteur des bourses engagé depuis plusieurs années. Pour rappel, le projet initial d'acquisition formulé par ICE en décembre 2012, conformément à un accord entre les deux entités, prévoyait le paiement en numéraire ou en actions sur la base d'une prime de l'ordre de 37 % sur le cours de NYSE Euronext, correspondant à une transaction totale de l'ordre de 6,5 milliards d'euros. Après l'aval des autorités anti-trust américaines, les autorités européennes ont en 2013 examiné le dossier et l'ont jugé recevable, moyennant plusieurs aménagements. Le Collège des régulateurs d'Euronext a jugé qu'Euronext conserverait après l'opération des moyens adaptés à la continuation du bon fonctionnement des marchés qu'il opère, y compris après le découplage entre le marché britannique du Liffe et les marchés continentaux d'Euronext. Des engagements ont également été obtenus concernant les conditions de compensation des transactions négociées sur les marchés dérivés continentaux d'Euronext qui resteront compensées, comme c'est le cas pour les transactions au comptant, par la chambre de compensation LCH.Clearnet SA. Considérant l'ensemble de ces éléments, l'AMF a adressé le 15 octobre 2013 un avis favorable sur l'opération au Ministre de l'Économie. Ce dernier a donné son accord à l'opération qui s'est conclue le 13 novembre 2013.

Une transformation structurelle des fonctions et des sources de revenus des Bourses

L'introduction à la cote d'Euronext, réalisée en juin 2014, ne doit pas remettre en cause les engagements pris par ICE. Au cours de cette étape, les autorités compétentes continueront ainsi de s'assurer de la préservation des fonctions primordiales nécessaires à un bon fonctionnement des marchés.

Si l'opération permettra à ICE d'intégrer un des leaders européens des marchés dérivés, en l'espèce le Liffe, elle pose aussi la question du positionnement stratégique d'Euronext, tout d'abord comme partie intégrante d'un marché électronique diversifié, puis à moyen terme comme entité indépendante. L'activité actions s'inscrit en baisse depuis plusieurs années à la suite de la baisse du volume total des transactions d'une part, et des parts de marché conquises par les plateformes alternatives d'autre part. Une des stratégies suivies par Euronext semble être de développer des offres de niche, à l'image du projet de Bourse des PME, dont les contours restent toutefois à préciser. De manière plus générale, pour l'ensemble des opérateurs, on assiste à une transformation du métier et des sources de revenu des Bourses, où la technologie prend une place croissante, si bien que les opérateurs s'apparentent de plus en plus à des opérateurs de services informatiques et des diffuseurs de données financières.

Les effets de l'obligation de négociation sur marchés transparents devront être suivis par les régulateurs Au-delà de ces tendances qui semblent vouées à être pérennes, se pose la question de l'impact de l'entrée en vigueur des obligations de négociation sur marchés transparents de la version révisée de la MIF sur la dynamique concurrentielle du secteur. En effet, si un mouvement significatif de rapatriement des volumes vers les marchés transparents devait se matérialiser, conformément aux objectifs du texte, la distribution de l'activité entre marchés réglementés, plateformes multilatérales et plateformes opaques devra faire l'objet d'un suivi attentif de la part des autorités compétentes.

2.3.2 L'économie du post-marché va être fortement influencée par l'entrée en vigueur de dispositions réglementaires nouvelles

Les régulateurs devront veiller aux conséquences de la concentration des risques sur les infrastructures de post-marché Pour le secteur des infrastructures de marché, la mise en application des dispositions du règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSDR) et d'EMIR (voir Encadré 10, section 2.4) constitue les deux évolutions réglementaires les plus significatives à venir. L'impact de MIF II, et des évolutions que le texte est susceptible de favoriser en amont sur les opérateurs de marché, doit toutefois également être pris en compte du fait de l'interdépendance entre infrastructures de marché et de post-marché.

En effet, le bon fonctionnement de la concurrence entre marchés est en partie tributaire de l'organisation du post-marché et du degré d'intégration des opérateurs le long de la chaîne du titre. Alors que la réglementation nouvelle et la rationalité économique incitent à la concentration de l'activité pour les étapes les plus en aval, car elles sont plus susceptibles d'économies d'échelle (notamment pour les activités de règlement-livraison dont le projet Target 2 Securities va fondamentalement modifier l'organisation, voir Encadré 9), une concentration excessive et mal maîtrisée dans certaines activités peut également être génératrice de risques systémiques. Ainsi, concernant l'industrie de la compensation, alors qu'une approche par les coûts pousse à la mutualisation et donc à la concentration, une approche par les risques souligne la possibilité d'une concentration des risques dans un nombre restreint de chambres de compensation (CCP). La multiplicité des filières post-marché se combinant aux filières marché pose le défi de la maîtrise des coûts et de la gestion des risques opérationnels, dont l'insuccès pourrait mettre en échec l'unification du marché européen des services financiers, et rendre inopérante la concurrence entre plateformes de négociation. Dans cette perspective, les travaux en cours d'élaboration des standards techniques associés aux textes réglementaires de niveau 1 devront permettre de préserver la concurrence sur les différents segments du post-marché sans aboutir à fragmenter la liquidité, notamment en apportant des réponses aux questions d'harmonisation des données, d'interopérabilité des infrastructures et de convergence réglementaire au niveau intra-européen comme international.

Encadré 9 : Le dépositaire central et le système de règlement-livraison de titres financiers Target 2 Securities

Les infrastructures post-marché que sont les dépositaires centraux et les systèmes de règlement-livraison de titres financiers seront au cœur de deux projets d'harmonisation à l'échelle européenne.

- ▶ Dans la perspective de la future plateforme informatique de règlement-livraison de titres financiers Target 2 Securities (T2S), développée par la Banque centrale européenne en vue notamment de faciliter les échanges de titres transfrontaliers, Euroclear France devra adapter son organisation et ses services du fait de l'externalisation de son système de règlement-livraison de titres à la BCE. Cette migration, qui est prévue pour mars 2016, emporte avec elle des risques projets et des risques opérationnels qui font l'objet d'un suivi extrêmement fort, tant de la part des infrastructures de marché que de la Banque centrale européenne.
- ▶ Le futur règlement européen sur les dépositaires centraux, qui a été voté en avril 2014, imposera également le raccourcissement du délai de dénouement des transactions sur titres à deux jours (T+2), au lieu de trois jours actuellement. La Place de Paris a souhaité anticiper cette échéance et prévoit de mettre en place ce nouveau délai de dénouement au cours du week-end du 4 et 5 octobre 2014. Malgré une préparation minutieuse, le raccourcissement du délai de dénouement en date du 6 octobre 2014 pourrait impliquer une augmentation des suspens de livraison de titres de manière temporaire.

Ces deux projets d'harmonisation pourraient également se traduire à plus longue échéance par une réorganisation des intervenants, dans la mesure où le règlement européen sur les dépositaires centraux ouvre la possibilité d'une concurrence entre dépositaires centraux sur leurs marchés respectifs et que l'infrastructure fournie par la BCE tend à favoriser pour les émetteurs et les investisseurs l'échange des titres transfrontières.

2.4. Marchés de dérivés

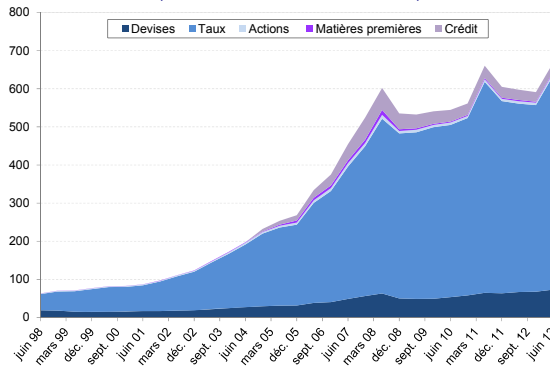
2.4.1 Des évolutions conjoncturelles marquées par l'environnement de taux bas, alors que la déconcentration du marché se confirme

Un dynamisme moindre des marchés de dérivés

Selon les dernières statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) à fin juin 2013, le marché des dérivés reste à une écrasante majorité un marché de gré à gré : 91 % des montants notionnels¹⁰⁸ bruts de dérivés correspondent à des contrats de gré à gré. Les montants notionnels bruts de dérivés de gré à gré à l'échelle mondiale s'élèvent en juin 2013 à 692 000 milliards de dollars (Graphique 71). Avec cette augmentation de 8 % en glissement annuel (639 000 milliards de dollars en juin 2012), ils rejoignent presque le maximum historique mesuré mi-2011 (707 000 milliards de dollars). Les dérivés sur taux d'intérêt continuent de former l'essentiel de l'univers de dérivés de gré à gré, avec des montants notionnels bruts de 561 000 milliards de dollars (81 % du total) à fin juin 2013, et renouent avec une phase de croissance marquée (14 % en glissement annuel), à l'image du segment des dérivés sur devises (10 %), alors que les dérivés sur crédit (-10 %) et sur matières premières (-18 %) connaissent un repli de leur notionnel brut.

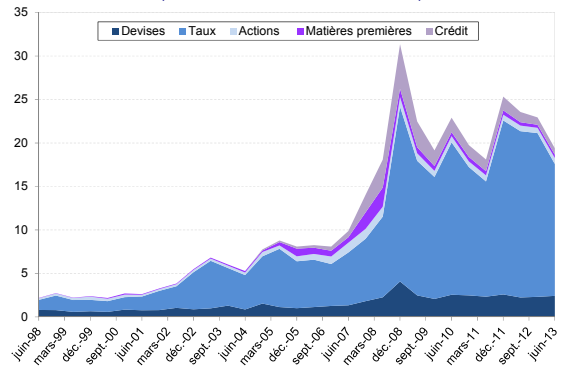
¹⁰⁸ Le montant notionnel d'un dérivé correspond à la valeur de l'actif sous-jacent sur lequel porte le contrat dérivé.

Graphique 71 : Dérivés de gré à gré : montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars)



Sources : AMF, BRI.

Graphique 72 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)



Sources : AMF, BRI.

Les statistiques concernant les valeurs brutes de marché des dérivés de gré à gré¹⁰⁹, qui fournissent une approximation de la valeur liquidative des contrats de dérivés, confirment la répartition des masses entre classes de dérivés (Graphique 72), mais indiquent *a contrario* un recul généralisé des valeurs agrégées de 25 400 milliards de dollars en juin 2012 à 20 200 milliards en juin 2013 (-21 %). Les valeurs brutes de marché représentent donc seulement 2,9 % des montants notionnels. Les expositions brutes de crédit (*gross credit exposure*), qui corrigent ces montants des effets de *netting* bilatéral entre contreparties, s'élèvent à 3,9 milliers de milliards de dollars à fin juin 2013, soit 0,6 % des notionnels totaux, et confirment leur net retrait depuis le pic historique de 2008 à plus de 5 000 milliards de dollars.

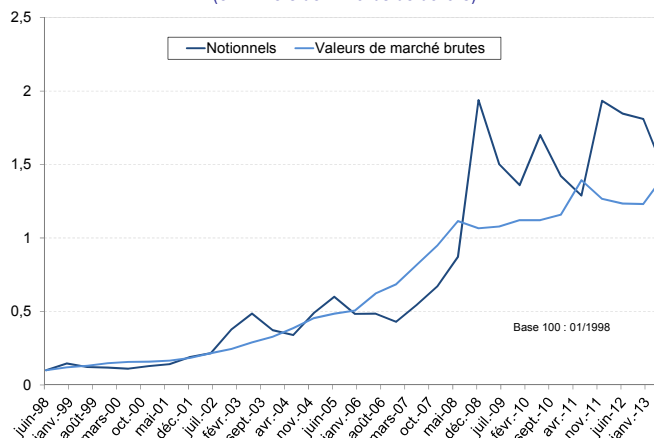
La collecte, la mise en cohérence et l'analyse de l'information statistique sur les marchés de dérivés restent contraintes par l'organisation de gré à gré du marché, dans l'attente de la mise en oeuvre complète des mesures réglementaires visant à en améliorer la transparence. Les statistiques de stocks publiées semestriellement par la BRI agrègent au niveau mondial les données consolidées des banques déclarantes (*reporting dealers*) sur un ensemble large de produits dérivés et permettent une appréhension des montants globaux. Cependant, les montants notionnels ne reflètent qu'imparfaitement les transferts de risque entre acteurs dans la mesure où ils ne sont pas systématiquement échangés dans leur totalité entre les parties. La part des instruments sur taux d'intérêt pour lesquels les notionnels ne sont que très rarement échangés tend ainsi à être surestimée par les statistiques des notionnels.

Le recours croissant aux techniques de compression de portefeuille de taux explique en partie ces évolutions

Il apparaît toutefois que la réduction des volumes est en grande partie imputable au recours croissant aux opérations de compression de contrats de taux, qui permettent de réduire le niveau de levier réglementaire des institutions financières. TriOptima estime ainsi que ses opérations de compression de portefeuille ont abouti à réduire les montants notionnels de dérivés de taux de 100 000 milliards de dollars en 2013, après 80,4 en 2012 et 56,4 en 2011. Une fois cet effet pris en compte, les volumes notionnels de dérivés de taux apparaissent en baisse de 23 % entre juin 2008 et juin 2013. En revanche, l'exposition des institutions financières aux marchés dérivés mesurée par les valeurs de marché brutes, qui a crû continuellement, n'apparaît pas comme un facteur explicatif de cette baisse (Graphique 73). Au final, à périmètre de compression de portefeuille constant, la tendance à la régression ou la stagnation des volumes disparaîtrait en grande partie.

¹⁰⁹ Les valeurs brutes de marché agrègent les valeurs de marché des contrats de dérivés de chaque entité déclarante sans tenir compte des opérations de compression de portefeuille ni d'annulation bilatérale de l'exposition au risque (*netting*).

Graphique 73 : Expositions aux dérivés des contreparties financières
(en milliers de milliards de dollars)

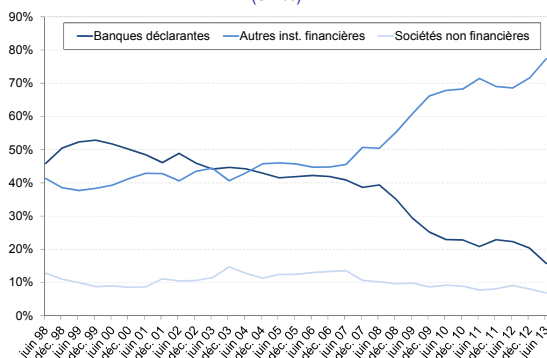


Sources : AMF, BRI.

La déconcentration du marché des dérivés de taux se confirme

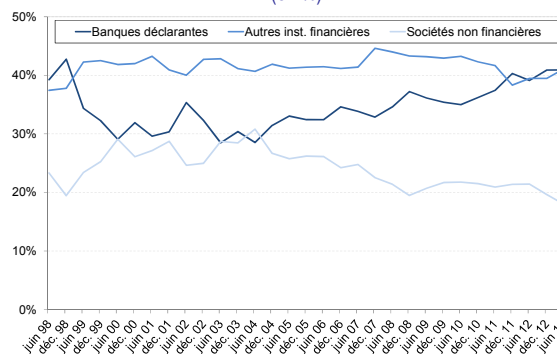
L'année 2013 a vu la prépondérance historique des principales banques animatrices du marché, correspondant aux 14 *reporting dealers* des statistiques de la BRI¹¹⁰, continuer de décliner, sur les marchés de dérivés de taux d'intérêt. Le rôle des *reporting dealers* se maintient ou augmente pour les dérivés actions et de devises (Graphique 73 à Graphique 75). L'analyse des volumes échangés en avril 2013 dégage la même tendance (Graphique 76) par rapport aux enquêtes précédentes de la BRI¹¹¹. La part moindre de ce groupe s'explique par l'augmentation des montants notionnels et des transactions associées aux autres institutions financières, qui regroupent des banques de plus petite taille non participantes au *reporting* BRI, des contreparties centrales, des fonds, des assureurs, des banques centrales et des véhicules de titrisation. Enfin, le rôle des entités non financières (sociétés non financières et entités du secteur public) reste limité à 6 % des encours notionnels totaux (35 800 milliards de dollars). Ces acteurs utilisent principalement des swaps de taux d'intérêt (29 400 milliards de dollars) et des *Forward Rate Agreements* (FRAs, 9 000 milliards de dollars).

Graphique 74 : Part des marché sur swaps de taux
(en %)



Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des valeurs de marché brutes.

Graphique 75 : Part des marché sur dérivés sur devises
(en %)

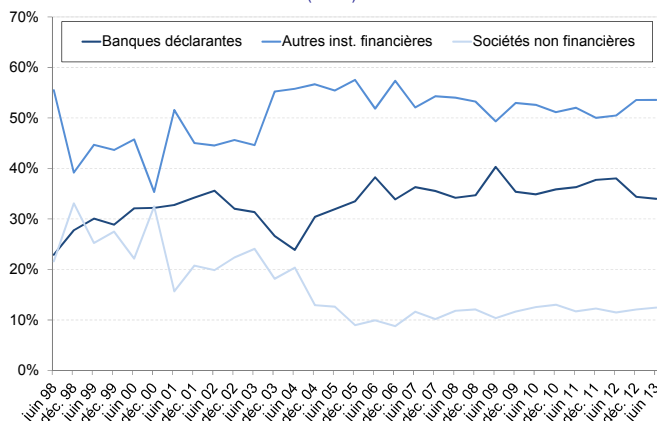


Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des valeurs de marché brutes.

¹¹⁰ Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, USB, Wells Fargo.

¹¹¹ BRI, The OTC interest rate derivatives market in 2013, et BRI, Foreign Exchange turnover in April 2013: preliminary global results.

Graphique 76 : Part des marché sur dérivés actions
(en %)

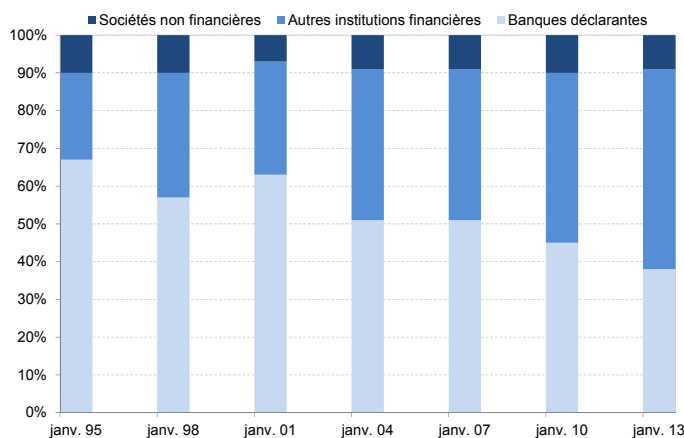


Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des valeurs de marché brutes.

**Une activité
marquée par
l'environnement
de taux bas**

L'exploitation des données de flux (volumes échangés) à l'occasion de la mise à jour de l'enquête triennale de la BRI¹¹² peut utilement compléter celle des stocks (montants notionnels). La croissance des volumes échangés a connu un ralentissement (+12 % entre 2010 et 2013 après +18 % entre 2007 et 2010). Dans le cas des marchés de taux d'intérêt, la croissance modeste du volume des dettes d'entreprises entre 2010 et 2013 (estimée par la BRI à +4 %) pourrait constituer une explication, dans la mesure où les firmes qui se financent relativement plus en dette tendent à recourir plus intensivement à des swaps. L'aplatissement de la courbe des taux a également joué un rôle en réduisant l'incitation des banques à gérer leur risque de transformation de maturité en échangeant des taux fixes contre des taux variables. Le niveau bas des taux d'intérêt permet en effet un financement croissant en dette à taux fixes qui, par rebond, diminue le recours à des swaps de taux variables contre fixes ; à l'opposé, des taux bas sur la dette de long terme invitent à échanger des passifs de long terme à taux variables contre des taux fixes. La réduction des volumes échangés sur swaps par les contreparties non financières suggère que le premier effet a dominé le second au cours des derniers mois. Enfin, la moindre volatilité des taux d'intérêt à court terme dans le contexte de taux directeurs durablement bas peut expliquer un moindre recours aux opérations de couverture contre le risque de taux à court terme via des options et des FRAs.

Graphique 77 : Part de marché par type de contrepartie dans les volumes sur dérivés de taux, avril 2013
(en %)



Sources : AMF, BRI.

¹¹² BRI, *The OTC interest rate derivatives market in 2013*, et BRI, *Foreign Exchange turnover in April 2013: preliminary global results*.

Les volumes échangés sur taux d'intérêt sont majoritairement réalisés sur des marchés organisés

Les données de flux relativisent le diagnostic d'un marché des dérivés de taux d'intérêt quasi exclusivement organisé de gré à gré. Alors que la part des dérivés échangés sur des marchés organisés telle que la mesure des montants notionnels apparaît modeste (9,1 % sur l'ensemble des dérivés et 8,5 % sur les dérivés de crédit¹¹³) et en décroissance tendancielle, les données de volume indiquent que près des deux tiers des volumes sont exécutés sur des marchés organisés. Cet écart est lié à la maturité plus courte des options et *forwards* de taux d'intérêt échangés sur marchés organisés, qui génèrent plus de volumes relativement aux notionnels. De plus, s'il n'est pas possible faute de données de rapporter cette évolution au dénominateur pertinent, les volumes échangés sur FRAs et options de taux d'intérêt, principaux instruments de taux d'intérêt échangés sur les marchés organisés, ont connu entre juin 2012 et juin 2013 une croissance de 26 %, ce qui relativise l'image de stagnation de l'activité sur marchés organisés qui se dégage des statistiques de stock. Toutefois, bien que les nouvelles normes réglementaires poussent à la migration des dérivés de taux vers les marchés organisés, la croissance maintenue du segment des *swaps* (en montants notionnels comme en volumes) souligne les limites d'une éventuelle « futurisation » du marché. Devant elles aussi être redressées des doubles comptages, la caractérisation économique des données de volume est également limitée par l'impossibilité de distinguer entre transactions « administratives » de gestion des positions existantes et transactions correspondant à des contrats nouveaux¹¹⁴.

2.4.2 L'empreinte des évolutions réglementaires est d'ores et déjà sensible

Le nouveau dispositif réglementaire issu de la feuille de route adoptée au G20 de Pittsburgh en 2009 vise à répondre à l'opacité des expositions au risque et à améliorer la gestion des risques de contrepartie et de contagion liés à l'interconnexion des acteurs. La réforme des marchés de dérivés mise en œuvre par le règlement EMIR et les mesures techniques associées sont organisées en trois axes principaux (détaillés dans l'Encadré 10 ci-dessous).

Le recours à la compensation centrale s'étend

La déclaration aux registres de transactions (*Trade Repositories*, TR) requise par EMIR est entrée en vigueur en février 2014. Le FSB¹¹⁵ indique qu'en avril 2014, les exigences de *reporting* sont applicables dans quinze de ses pays membres, bien qu'avec des standards spécifiques. Fin 2014, 25 TR devraient être opérationnels, concernant l'ensemble des classes de dérivés. Au-delà de cette phase de développement de l'offre, la finalisation de la standardisation et des accords d'accès aux données ainsi que l'amélioration de l'interopérabilité des infrastructures permettront de maximiser les bénéfices de la réforme en termes de transparence post-négociation. Les données de TR (notionnel, sous-jacent, prix, chambre de compensation, contreparties, expositions, collatéral) autoriseront une analyse plus fine des évolutions de marché et une capacité d'intervention accrue du régulateur.

Concernant la compensation centrale, sa part de marché au niveau mondial s'est significativement accrue depuis 2007, surtout sur le segment des dérivés de taux (Graphique 78), alors que l'obligation formelle de compensation centrale pour les dérivés éligibles n'entrera en vigueur que courant 2014 en Europe. Le FSB, sur la base des transactions reportées à la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) à fin février 2014, estime à 59 % la part des *swaps* de taux compensés centralement dans les volumes, représentant 41 % des montants notionnels, contre 21 % en 2007¹¹⁶. La proportion des FRAs compensés centralement dépasse les 70 %. Le non-recours à la compensation centrale peut s'expliquer par le coût relatif des transactions bilatérales et compensées centralement, par la gestion en extinction de positions anciennes, ou par les délais induits

¹¹³ La part dans les notionnels totaux des dérivés sur marchés organisés tend à être sous-estimée par le recours plus systématique à la compression et au netting que sur les marchés de gré à gré.

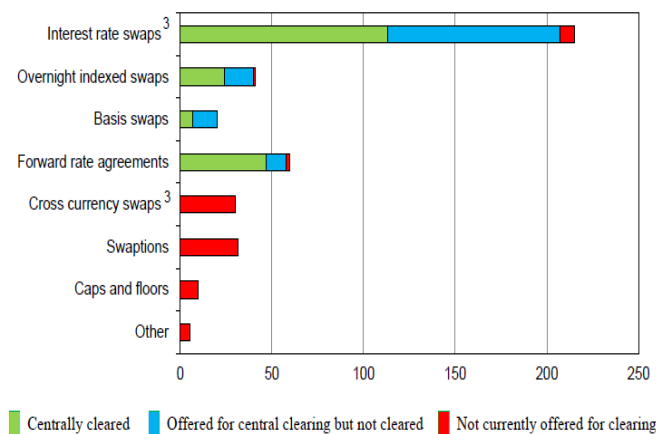
¹¹⁴ Voir Fleming et al. (2012)

¹¹⁵ Voir FSB, OTC Derivatives Market Reforms, Seventh progress report on Implementation, avril 2014.

¹¹⁶ Données LCH. Clearnet.

par les processus d'agrément transfrontières dans certaines juridictions. Le FSB estime par ailleurs que l'offre de compensation centrale couvre 90 % des notionnels de swaps, suggérant une marge substantielle d'augmentation. Le constat est similaire pour les dérivés de crédit, dont 19 % du notionnel sont compensés centralement à fin 2013, mais dont les nouveaux contrats le sont eux à plus de 70 %, selon les données reportées par DTCC pour le quatrième trimestre 2013.

Graphique 78 : Montants notionnels de dérivés de taux d'intérêt compensés centralement (en milliers de milliards de dollars)

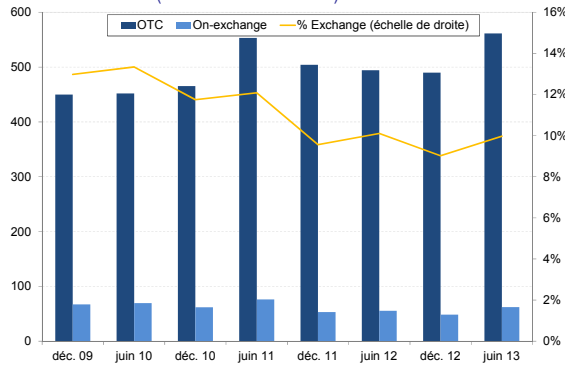


Si une tendance claire se dégage donc, les facteurs conjoncturels peuvent jouer un rôle important dans le recours à la compensation centrale. Celui-ci recouvre aussi un arbitrage entre dérivés standardisés et sur mesure, imparfaitement substituables, et est donc voué à évoluer avec les facteurs de risque à couvrir. La large couverture de l'offre documentée par le FSB indique que l'obligation de compensation n'introduit pas de distorsion majeure dans cet arbitrage. Certains paramètres réglementaires importants restent par ailleurs à stabiliser, notamment le détail des niveaux d'exigences supplémentaires de marge pour les dérivés non compensés.

Une « futurisation des swaps » limitée

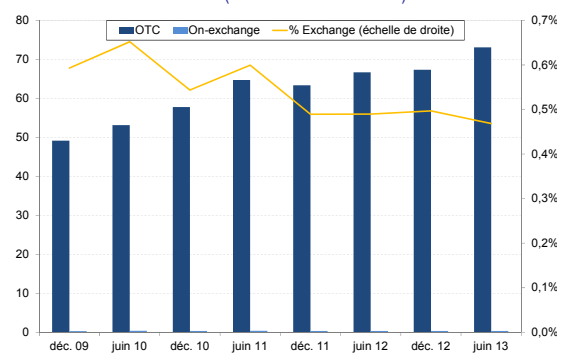
Dans la mesure où une même exposition économique peut être obtenue par des futures ou par des swaps de structure identique, le nouveau dispositif réglementaire (MIF II pour l'Europe et Dodd-Frank pour les États-Unis), qui impose des exigences de marge supérieures sur les dérivés de gré à gré tout en rendant obligatoire le trading sur plateformes organisées pour les dérivés éligibles, devrait favoriser une substitution entre produits de taux de gré à gré et sur plateformes multilatérales. Dans les faits, cette « futurisation » des produits semble limitée, comme le souligne la stagnation de la part des produits (*forward* et options) de taux listés sur plateformes organisées, mesurée par les montants notionnels. Pour les dérivés de taux d'intérêt et de crédit, la part des dérivés échangés sur plateformes dans les montants notionnels totaux s'inscrit même en recul depuis 2009. Les dérivés actions restent échangés pour moitié sur plateformes organisées (Graphique 79 à Graphique 81).

Graphique 79 : Volumes et parts de marché sur swaps de taux (en milliers de milliards)



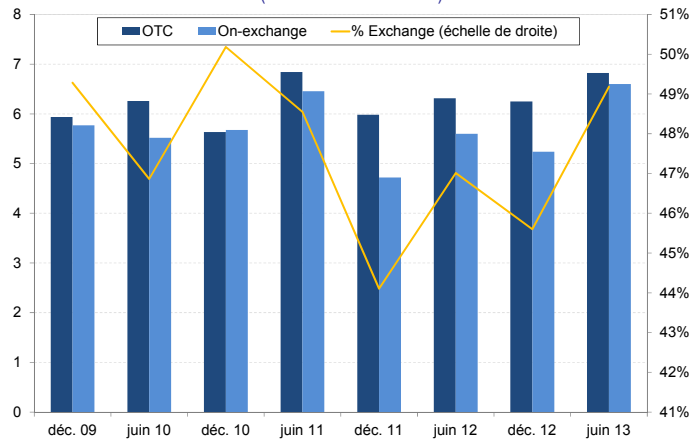
Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des montants notionnels.

Graphique 80 : Volumes et parts de marché sur dérivés sur devises (en milliers de milliards)



Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des montants notionnels.

Graphique 81 : Volumes et parts des marché sur dérivés actions (en milliers de milliards)



Sources : AMF, BRI. Calculé sur la base des valeurs de marché brutes.

2.4.3 La nouvelle donne réglementaire ainsi que les stratégies évolutives des acteurs renouvellent la nature des risques sur les marchés de dérivés

Une gestion des risques exigeante est nécessaire pour les CCP pour répondre à la concentration des risques

Plusieurs traits marquants de la réforme des marchés de dérivés contribuent à en modifier la nature des risques. La mise en œuvre des réformes réglementaires va tout d'abord impliquer une concentration des risques autour des chambres de compensation (CCP). En effet, le rôle des contreparties centrales est de gérer les positions des adhérents compensateurs, pour réduire la probabilité de défaut et en limiter les conséquences pour la stabilité financière, et de veiller à ce que les mesures financières d'atténuation des risques soient suffisantes pour couvrir les pertes potentielles. En cela, elles sont l'un des principaux outils pour réduire le risque systémique. Dès lors, ces dernières doivent être sûres et solides. Aussi, lorsqu'une telle gestion n'est plus rendue possible, les CCP doivent avoir à leur disposition un plan de redressement, comprenant des dispositifs *ex ante* destinés à mutualiser les pertes résiduelles entre les adhérents non défaillants. Dans l'éventualité d'un échec du plan de redressement, les autorités doivent être en mesure de procéder à la résolution d'une CCP en toute sécurité sans avoir recours au financement public (Tucker (2013)).

Ensuite, les évolutions réglementaires vont entraîner une modification des besoins en collatéral et de la gestion de ce dernier¹¹⁷, impliquant pour les CCP la mise en place de *business models* adaptés à leur politique de gestion des risques. La concentration accrue du risque suppose une réflexion, actuellement menée tant du côté de l'industrie que des chercheurs académiques, quant au calibrage optimal des fonds de défaut et des appels de marge des CCP. Menkveld (2014) élabore ainsi un modèle dans lequel les contributions au fonds de défaut et donc sa taille augmentent de concert avec le risque systémique. Concernant les marges, de façon analogue aux approches de type CoVar pour les institutions financières, Cruz-Lopez et al. (2013) proposent une approche de type « CoMarge » prenant en compte, en sus du risque idiosyncratique de chaque membre de la CCP, les variations de la corrélation entre leurs risques de contrepartie dans le calcul des exigences de marge. Quoique bénéfique à moyen terme, la réglementation peut accroître la complexité opérationnelle et les coûts associés (notamment ceux liés à la conformité) pour les sociétés soumises à une obligation de déclaration. Néanmoins, les référentiels centraux devront permettre de réaliser des économies d'échelle et d'offrir une certaine flexibilité pour assurer le traitement de gros volumes, avec une grande transparence en matière de coûts.

Des réorganisations industrielles possibles et leurs effets sur la concurrence à surveiller

De façon générale, les exigences de *reporting* et de compensation centrale promues par les évolutions réglementaires posent la double question de la concurrence horizontale entre fournisseurs d'un même service et de l'intégration verticale le long de la chaîne du titre. L'année 2013 a ainsi été marquée par l'achèvement de l'acquisition de LCH. Clearnet par le London Stock Exchange, aboutissant à une offre combinant négociation, compensation et *reporting*. Les autorités devront donc veiller à promouvoir des modèles industriels équilibrant les bénéfices de l'intégration et le maintien d'une concurrence équitable. Il est en outre à noter que des incertitudes subsistent inévitablement du fait de l'imparfaite stabilisation de certains chantiers réglementaires en cours. C'est notamment le cas du calibrage des exigences de marges sur dérivés non compensés, qui fait encore l'objet de travaux au niveau international. A un autre niveau, le fonctionnement des marchés de dérivés pourrait être fortement affecté par la mise en œuvre d'une taxation des transactions financières à l'échelle européenne, notamment en fonction des modalités de prise en compte des différences de maturité entre instruments.

Vers des marchés plus exposés au Trading Haute Fréquence ?

La standardisation et la migration de la négociation vers des plateformes organisées sont également de nature à favoriser le développement du trading automatisé et en particulier du HFT sur les marchés de dérivés. La dispersion de la liquidité, la multiplicité des contrats et leur complexité sont particulièrement favorables au déploiement des stratégies de tenue de marché et d'arbitrage des *traders* à haute fréquence. Les marchés électroniques de dérivés standardisés (options et *futures* sur actions ou indices d'actions), dont les volumes sont d'ores et déjà dominés par le HFT, fournissent peut-être à ce titre une préfiguration des tendances à venir. Celles-ci devront être suivies avec attention, d'une part pour ne pas hypothéquer l'objectif de transparences des réformes engagées, et d'autre part du point de vue de la stabilité financière. Le précédent du *Flash Crash* de mai 2010 aux États-Unis, déclenché par un dysfonctionnement sur le marché des *futures* sur S&P 500, montre que les perturbations sur les marchés dérivés peuvent alors s'étendre quasi-instantanément au marché sous-jacent.

¹¹⁷ Exemple de création de modèle de ségrégation individuelle par Eurex Clearing dès 2011, à distinguer des modèles de « value-based » aussi appelés LSOC (Legally Segregated Operationally Commingled). La distinction entre ces modèles a été réprécisé par l'ESMA dans son Q&A d'août 2013.

Encadré 10 : Le règlement européen EMIR

Le règlement européen n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), entré en vigueur le 16 août 2012, est la déclinaison européenne des engagements du G20 au sommet de Pittsburgh (septembre 2009) concernant les marchés de produits dérivés. Il vise à rendre ces derniers plus sûrs et plus transparents. Il a été complété par des premiers standards techniques, entrés en vigueur le 15 mars 2013.

EMIR repose sur quatre grands principes :

- ▶ une obligation de compensation centrale de l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré jugés par l'ESMA suffisamment liquides et standardisés.
- ▶ un cadre juridique harmonisé au niveau européen destiné à assurer que les chambres de compensation respectent des exigences fortes en termes de capital, d'organisation, et de règles de conduite ;
- ▶ le recours à un ensemble de techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contrepartie pour les contrats non compensés ;
- ▶ une obligation de déclaration à des référentiels centraux de l'ensemble des transactions sur produits dérivés, cotés ou non.

EMIR s'applique à toute contrepartie financière (établissements de crédit, entreprises d'investissement, compagnies d'assurance, fonds (OPCVM/fonds d'investissement alternatifs (FIA))...) ou non financière qui effectue une transaction sur un produit dérivé. Le règlement prévoit des obligations moins contraignantes pour les contreparties non financières qui ne traitent des produits dérivés qu'à des fins de couverture, ou du moins dont l'activité sur les marchés de dérivés hors couverture reste en-dessous d'un seuil appelé seuil de compensation.

Le champ des produits couverts par EMIR est large :

- ▶ concernant l'obligation de compensation et les techniques d'atténuation des risques : tout dérivé de gré à gré (i.e. : tout instrument financier dérivé au sens de la directive MiFID, dès lors que son exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé) ;
- ▶ concernant les dispositions applicables aux contreparties centrales : tout instrument financier ;
- ▶ concernant la déclaration aux référentiels centraux : tout contrat dérivé, aussi bien de gré à gré que négocié sur un marché réglementé.

En termes de calendrier, les différentes obligations du règlement se déclinent de la façon suivante :

- ▶ Valorisation et confirmation des transactions dans les délais prévus par le règlement : effective depuis le 15 mars 2013 ;
- ▶ Gestion des différends, réconciliations et compressions des portefeuilles entre contreparties : effective depuis le 15 septembre 2013 ;
- ▶ Agrément par l'ESMA des référentiels centraux : novembre 2013 ;
- ▶ Déclaration à un référentiel central : entrée en vigueur au 12 février 2014 ;
- ▶ Obligation de compensation pour les produits éligibles : entrée en vigueur probable au deuxième semestre 2014 ;
- ▶ Echange de marges bilatérales pour les contrats non compensés centralement : entrée en vigueur probable en 2015.

La supervision d'EMIR est organisée en France par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 qui confie à l'AMF la supervision de toutes les catégories d'intervenants en ce qui concerne les obligations de déclaration des transactions et de compensation centrale, et conjointement à l'AMF et à l'ACPR la mission de veiller au respect des techniques d'atténuation des risques. La supervision des chambres de compensation est assurée conjointement par l'AMF, l'ACPR et la Banque de France.

L'un des derniers points majeurs en cours de finalisation concerne l'arbitrage réglementaire, conséquence d'une divergence entre certaines règles en Europe et aux États-Unis. La mise en œuvre du clearing est en application depuis juin 2013 avec Dodd-Frank Act (DFA) aux États-Unis.

Depuis plusieurs mois, les autorités concernées négocient aux fins de converger sur le contenu des règles applicables aux dérivés OTC, mais aussi sur les dispositifs de régulation et de supervision des activités transfrontières.

Le 11 juillet 2013, la Commission européenne et la Commodity Futures Trading Commission américaine (CFTC) ont conjointement annoncé les principes communs qui gouverneront leur approche en la matière. Cette déclaration a été assortie de la publication, le 12 juillet, de plusieurs *no action letters* par la CFTC au profit d'infrastructures et d'établissements européens qui devraient pouvoir à terme bénéficier d'une reconnaissance d'équivalence (*substituted compliance*) pour certaines dispositions du Dodd-Frank Act. Dans le même temps, l'ESMA a rendu public, le 17 juillet, ses propres projets de normes en matière de territorialité.

Les discussions se sont poursuivies pour déterminer les modalités et conditions exactes d'application de l'équivalence.

L'ESMA a d'autre part publié des avis sur l'équivalence du cadre juridique des États-Unis, du Japon, de l'Australie, de Hong Kong, de Singapour, de la Suisse, du Canada, de l'Inde et de la Corée du Sud.

Les règles des pays tiers ont été comparées par l'ESMA aux obligations d'EMIR relatives aux contreparties centrales, au reporting aux référentiels centraux, à l'obligation de compensation, aux contreparties non financières ainsi qu'aux techniques d'atténuation des risques pour les contrats non compensés. Les décisions d'équivalence sont un préalable pour permettre aux chambres de compensation de pays tiers de pouvoir continuer à fournir leur services en Europe, mais aussi pour que les transactions transfrontières soient soumises à un corps de règles unique.

Toutefois, malgré l'accord intervenu en juillet 2013, les divergences sont apparues au dernier trimestre 2013 entre l'Europe et les États-Unis. En effet, le 20 décembre 2013, la CFTC a publié une analyse sur la comparabilité des réglementations applicables dans six zones géographiques (Europe, Australie, Canada, Japon, Hong Kong et Suisse) avec le Dodd-Frank Act. Cette publication est intervenue la veille de l'échéance de l'*exemptive order* dont bénéficiaient notamment les banques européennes enregistrées en qualité de *swap dealers* auprès de la CFTC.

De façon générale, il apparaît que la CFTC, si elle admet le principe de *substituted compliance*, ne renonce pas pour autant à la supervision directe des *swap dealers*, alors que le champ de cette supervision reste très ambigu car non explicitement limité aux activités avec une entité relevant de la supervision américaine *US person*.

2.5. Fonctionnement du marché obligataire et évolution réglementaire du segment des CDS¹¹⁸

Moindre activité des marchés obligataires en 2013 En 2013, les marchés obligataires français ont connu une baisse de leur volume d'activité, en termes tant de nouvelles émissions que de transactions. L'activité primaire s'est réduite de 12 % en montant, tous émetteurs français confondus et de 13 % en ce qui concerne l'État. Par voie de conséquence, les volumes échangés sur le marché secondaire ont pâti du moindre dynamisme du marché primaire.

La performance des marchés obligataires a été globalement bonne, avec un fort redressement du prix des segments les plus risqués (la dette d'entreprise spéculative a généré une performance de 8 % en Europe¹¹⁹). Dans le même temps, une hausse modérée des taux souverains – 56 points de base pour le taux 10 ans français en 2013 – a permis aux indices obligataires gouvernementaux des pays du cœur de l'Europe de ne pas contre-performer sur l'ensemble de l'année (+0,4 % Euro-MTS France 7-10 ans) et les primes de risque des pays de la périphérie se sont fortement réduites (-37 points de base pour le taux 10 ans italien). Les dégradations de la note de crédit de la France (Fitch et S&P d'un cran) n'ont pas eu de conséquence sur les coûts de financement du pays.

Les structures du marché s'expliquent en partie par la spécificité des produits de dette Il est vrai que le marché des produits de dette est doté d'une structure particulière qui diffère du marché des actions en plusieurs points. Tout d'abord, les intervenants y sont essentiellement des professionnels ou des contreparties éligibles au sens de la réglementation MiFID. En conséquence, les montants moyens négociés sont significatifs, avec plusieurs millions d'euros par transaction sur le marché français¹²⁰, et le segment de marché directeur est celui dit de « gré à gré » par opposition au marché réglementé ou au MTF.

Autre particularité, le nombre d'instruments est important. En France au cours de l'année 2013, près de 900 nouvelles obligations ont été recensées pour un montant de près de 400 milliards d'euros¹²¹. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle ce marché souffre d'une illiquidité apparente, du fait de la faiblesse des échanges par instrument en moyenne, qui s'explique également en partie par la multitude des produits disponibles. En effet, les montants échangés quotidiennement sur une action du CAC 40 vont, sur le marché obligataire, se répartir sur plusieurs dizaines de titres suivant les émetteurs.

¹¹⁸ Cette section est basée sur Demartini A., Garrau P., Rocamora O. (2014) « Le marché français des CDS *single name* : état des lieux et évolution du marché (notamment impact du règlement VAD) », note interne, AMF.

¹¹⁹ Indice Markit iBoxx Euro Liquid High Yield.

¹²⁰ Source : Base de données internes de l'AMF.

¹²¹ Source : DEALOGIC.

A l'image du marché des actions, celui des titres de dette est structuré autour d'instruments de référence (les obligations) et de produits dérivés. En plus des *swaps* dits *vanilles* qui permettent d'acheter ou vendre un risque de taux d'intérêt, il est possible de contracter un *Credit Default Swap* (CDS) et ainsi de prendre une position sur le risque de crédit d'un émetteur public ou privé. Ce segment de marché a connu un essor important, jusqu'à être très critiqué pour son opacité après la crise. Depuis, plusieurs évolutions réglementaires ont vu le jour et encore en 2014, la mise en place d'EMIR devrait affecter la façon dont les intervenants utilisent cet instrument.

Les CDS ont connu plusieurs évolutions réglementaires depuis 2012

En effet, au cours des dernières années l'environnement réglementaire des *Credit Default Swap* (CDS) a connu des changements importants. Certaines mesures sont d'ores et déjà entrées en application : c'est le cas du reporting des transactions à destination de l'AMF depuis janvier 2012, mais également de l'interdiction des ventes de CDS à nu en Europe avec la mise en œuvre du règlement européen sur les ventes à découvert.

En 2013, l'activité sur CDS a chuté tous émetteurs confondus

Les données collectées par l'AMF depuis plus de deux ans ont permis d'analyser les tendances récentes sur ce marché. Le premier fait marquant est la baisse d'activité durant les années 2012 et 2013 sur l'ensemble des émetteurs français, tant en nombre de transactions qu'en volume. L'encours de contrats CDS s'établit à fin 2013 en deçà de 650 milliards d'euros. Une grande partie de cette baisse s'explique par la forte réduction des volumes sur la dette d'État qui reculent de plus de moitié.

L'interdiction des ventes à nu peut expliquer une partie du repli de l'activité sur les émetteurs publics en Europe

L'interdiction des positions courtes nues sur CDS souverains entrée en vigueur au 1^{er} novembre 2012 pourrait expliquer en partie la baisse des encours de CDS sur la dette d'État. Théoriquement en effet, l'interdiction des ventes de CDS à nu sur les souverains peut avoir pour conséquence une diminution des encours, des volumes échangés et du nombre d'intervenants. De fait, une baisse des volumes échangés est observée dans l'ensemble des pays européens (FMI, 2013). Ainsi, on constate une baisse brutale du nombre de détenteurs de transactions sur le CDS France entre le 1^{er} octobre et le 1^{er} novembre 2012 (- 20 %), ainsi qu'une forte diminution des encours nets : ces derniers ont commencé à s'infléchir à partir d'août 2012, peu avant l'entrée en vigueur du règlement européen, baisse qui s'est amplifiée par la suite.

Il convient néanmoins de souligner que l'estimation de l'impact réglementaire est particulièrement délicate dans la mesure où la mise en œuvre de l'interdiction des ventes de CDS à nu souverains est intervenue concomitamment à d'importantes mesures de politique monétaire (programme d'offre de liquidité notamment) qui ont bouleversé l'environnement de marché (baisse des tensions en zone euro, rebond des marchés boursiers dans le monde), ainsi qu'au lancement de nouveaux produits financiers majeurs (futurs sur OAT). Enfin, il est à noter que la baisse d'activité en 2013 est cohérente avec le moindre dynamisme du marché obligataire dans son ensemble (cf. partie précédente).

En fonction du type d'émetteur, le marché directeur est tantôt celui des CDS, tantôt celui des obligations

Il est intéressant de noter que les entités faisant en France l'objet de l'exposition la plus élevée, à savoir principalement l'État et les sociétés financières, sont pour la plupart d'importants émetteurs obligataires. Aussi, bien qu'élevé, l'encours CDS reste faible par rapport à l'encours obligataire pour ces émetteurs et de ce fait, le marché directeur en termes de prix reste celui des obligations. Au contraire, certains émetteurs non financiers affichent un encours bien plus important sur CDS que sur obligations. La liquidité étant plus répandue sur les CDS que sur le marché obligataire, c'est ce premier qui devient directeur en termes d'appréciation de la qualité de crédit de l'émetteur.

Cependant, l'entrée en vigueur progressive d'EMIR va impliquer à compter de 2014 davantage de transparence au travers du *reporting* obligatoire des transactions aux référentiels centraux. Dans un second temps, en 2015, l'obligation de compensation entrera

en application pour une partie des *CDS* (probablement les contrats sur indice et *single name* hors souverains). Cette gestion du risque de contrepartie qu'imposera la réglementation est d'ores et déjà largement anticipée par les principales banques aujourd'hui.

2.6. Demande, offre et circulation du collatéral

L'importance croissante du collatéral résulte de facteurs conjoncturels et d'évolutions réglementaires

La collatéralisation des transactions financières vise à assurer la protection des parties prêteuses contre le risque de contrepartie lié des opérations de financement sécurisé, de prêt-emprunt de titres ou sur dérivés. L'ensemble des actifs acceptables comme collatéral est vaste et évolue en fonction de la qualité intrinsèque des classes de titres, des pratiques de place d'acceptation des actifs mis en garantie, et des périmètres d'actifs éligibles retenus par les régulateurs (par exemple pour le calcul des ratios de liquidité) et les banques centrales (pour l'éligibilité aux opérations de refinancement). Par conséquent, les détenteurs de collatéral sont aussi bien des banques centrales que des banques commerciales, des compagnies d'assurance, des fonds de pension, des gestionnaires d'actifs, des CCP et des dépositaires centraux de titres (*Central Securities Depositories, CSD*).

Une conjonction de facteurs explique le recours croissant au collatéral. Au rang des facteurs conjoncturels, l'augmentation du risque de contrepartie perçu depuis la crise financière incite depuis plusieurs années les acteurs à recourir plus intensément à des opérations de financement sécurisées. La tendance est particulièrement marquée pour le secteur financier européen : les obligations foncières se sont massivement substituées à des obligations classiques dans les passifs bancaires (Tableau 9), et les opérations de *repo* à des financements de court-terme non sécurisées. L'ESMA¹²² (2013) estime que cette substitution a contribué depuis 2007 à accroître de 1 200 milliards de dollars la demande d'actifs de haute qualité (*High Quality Assets, HQA*, voir Encadré 11) au niveau mondial, le Trésor français (2013) indiquant, sur le même périmètre, un impact de 1 400 milliards de dollars.

Tableau 9 : Montant des obligations foncières sur créances immobilières
(en millions d'euros)

	2003	2005	2007	2009	2010	2011
Canada			2	7525	18003	38 61
Danemark	204 695	246 411	244 696	319 434	332 505	345 529
France	21 079	32 133	63 555	134 757	156 239	198 395
Allemagne	256 027	237 547	206 489	225 1	219 947	223 676
Italie				14	26925	50768
Pays-Bas		2	15727	28367	40764	54243
Espagne	57 111	150 213	266 959	336 75	343 401	369 208
Suède			92254	133903	188 75	208894
Grande Bretagne	5	26778	81964	201096	205 37	194783

Sources : AMF, European Covered Bond Council.

Au rang des facteurs structurels, plusieurs traits centraux des évolutions réglementaires augmentent le besoin des institutions financières en collatéral. Les régulations dont les standards techniques sont en cours de rédaction, et qui rentreront en vigueur dans le courant de l'année 2015, viendront imposer la compensation centrale de certaines classes d'actifs et exiger l'échange de marges initiales sur une base brute, sans possibilité de réutiliser le collatéral échangé sur les opérations de gré à gré traitées en bilatéral. L'impact de l'obligation de compensation sur la quantité de collatéral nécessaire ne sera significatif que dans la mesure où les classes d'actifs pour lesquelles cette obligation sera édictée ne

¹²² Voir ESMA (2013b).

sont pas déjà aujourd'hui compensées en totalité. L'impact de l'exigence de marge initiale sur les opérations de gré à gré devra être suivi de près, tant sur le collatéral disponible que sur le volume d'opérations traitées. Au niveau de la régulation prudentielle (Bâle III), le ratio de liquidité à court terme (LCR) exige des banques de détenir assez d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir l'équivalent de 30 jours de retrait de liquidité au passif. De plus, les exigences en capital de Bâle III et Solvency II subordonnent les charges en capital à la qualité de crédit des actifs, créant une incitation à substituer des actifs sûrs à des actifs risqués. Ces règles créent toutefois simultanément des incitations à émettre des titres sécurisés qui contribuent à augmenter l'offre de collatéral.

Encadré 11 : La catégorisation des collatéraux

Afin d'estimer les évolutions de la demande totale de collatéral, il est nécessaire de distinguer les définitions réglementaire et pratique du collatéral. Les critères réglementaires d'éligibilité aux calculs des ratios prudentiels bancaires, d'une part, et à la collatéralisation des expositions en dérivés, d'autre part, bien que sujets à révision en fonction des risques et besoins identifiés par les régulateurs, sont relativement statiques. L'ensemble des actifs acceptés en pratique comme collatéral peut, à l'inverse, évoluer à court terme en fonction de l'évolution du risque de contrepartie perçu par les acteurs de marché.

Une première définition étroite n'inclut que les actifs liquides de haute qualité (*high-quality liquid assets*, HQLA) éligibles au calcul du ratio de liquidité à court terme (Liquidity Coverage ratio, LCR¹²³) tels que les définit le Comité de Bâle¹²⁴. Ces actifs doivent pouvoir être facilement et immédiatement convertibles en monnaie sans ou avec une décote négligeable. Le Comité de Bâle invite les régulateurs à considérer deux séries de critères afin de déterminer finement le périmètre des actifs éligibles :

1/ Caractéristiques de l'actif :

- ▶ Risque faible, la liquidité d'un actif tendant à croître avec la qualité de crédit de l'émetteur, et décroît avec sa sensibilité aux risques de taux d'intérêt (la durée), d'inflation et de change ainsi qu'au risque légal ;
- ▶ Transparence et robustesse de la valorisation, les actifs les plus standardisés et dont la valorisation est robuste aux hypothèses, transparente et répliquable sur la base de données publiques tendant à être plus liquides ;
- ▶ Corrélation faible avec les actifs risqués (notamment bancaires), excluant que ces actifs puissent pâtir de phénomènes de *flight-to-quality* lors d'épisodes de stress de marché ;
- ▶ Négociation sur un marché organisé ;
- ▶ Disponibilité légale : les actifs ne doivent pas présenter de restrictions légales, réglementaires ou contractuelles à leur liquidation par la banque (*unencumbrance*).

2/ Caractéristiques du marché de l'actif :

- ▶ Profondeur et activité, attestées par des volumes d'échange élevés, des marges de tenue de marché (*bid-ask spreads*) faibles, ainsi qu'une forte diversité et une faible concentration des participants ;
- ▶ Volatilité historique faible des prix, des volumes et des *spreads* ;
- ▶ Résilience, notamment grâce à la présence en continu de teneurs de marché.

Des tests réguliers de ces critères doivent être réalisés afin de garantir que la capacité de génération de liquidité de ces actifs en conditions de stress de marché est maintenue au cours du temps. Le Comité de Bâle précise par ailleurs que l'éligibilité au refinancement auprès des banques centrales fait idéalement partie intégrante des caractéristiques des HQLA. Sous cette définition, le stock d'HQLA est essentiellement composée d'obligations souveraines et de cash.

Une seconde définition prend en compte l'ensemble des actifs de haute qualité (*high-quality assets*, HQA) pouvant être mobilisés pour la collatéralisation des produits dérivés non compensés. Cette approche, retenue par le Comité de Bâle et l'OICV¹²⁵, permet d'inclure les actions et les obligations d'entreprises les mieux notées. Le périmètre des actifs ainsi défini est pertinent pour évaluer l'impact de la réforme des marchés dérivés de gré à gré et est susceptible d'évoluer du fait de facteurs conjoncturels et des politiques d'éligibilité des CCP.

Enfin, une définition plus large, fondée sur la pratique des acteurs de marché plutôt que sur des critères réglementaires, inclut l'ensemble des actifs acceptés par les participants de marché dans le cadre d'opérations de financement sécurisé. Sont alors inclus les créances (notamment immobilières) et les portefeuilles de créances servant à sécuriser les obligations foncières ou encore les titres adossés à des actifs (*asset-back securities* et *mortgage-backed securities*).

Il est à noter que les actifs visés par les deuxième et troisième définitions sont plus susceptibles que ceux visés par la première définition d'évoluer avec l'aversion au risque des participants de marché.

¹²³ Les actifs de niveau 2 ne peuvent pas représenter plus de 40 % des HQLA utilisés pour le calcul du LCR.

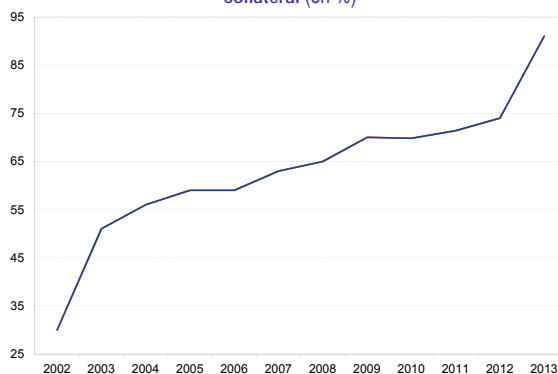
¹²⁴ Basel Committee on Banking Supervision (2013), *Basel III: the Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*.

¹²⁵ BCBS-IOSCO (2013), *Margin Requirements for non-centrally cleared derivatives*.

La collatéralisation des opérations de dérivés de gré à gré est désormais quasi universelle

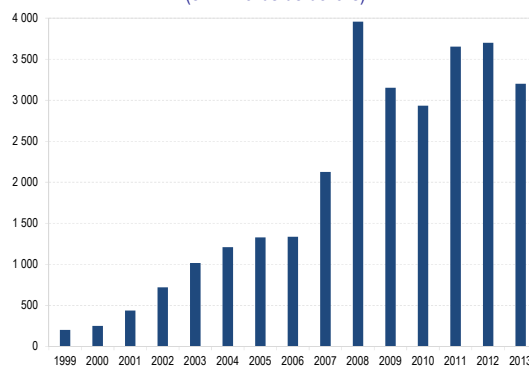
Les données des enquêtes ISDA (2012, 2013) confirment le recours croissant à la collatéralisation des opérations de dérivés de gré à gré depuis la crise financière. Au cours des deux dernières années, la pratique a continué de se généraliser : 71 % des opérations étaient collatéralisées en 2011 contre 91 % en 2013 (Graphique 82). En revanche, entre 2011 et 2013, le montant estimé de collatéral en circulation a baissé de 3 650 à 3 200 milliards de dollars (Graphique 83). Le premier facteur de cette baisse selon l'ISDA est la part croissante des opérations de dérivés compensées centralement, qui vient mécaniquement diminuer le collatéral mobilisé pour les opérations de gré à gré. Ceci dit, la composition du *pool* de collatéral est très stable : comme en 2011 et 2012, 90 % du collatéral est constitué en 2013 de *cash* (75 %) et de d'obligations souveraines (15 %). Les 10 % restants sont principalement composés d'actions (3,5 %) et d'obligations d'entreprises (3 %) de haute qualité de crédit. Le collatéral est par ailleurs libellé en un nombre restreint de monnaies. 97 % du *cash* et 80 % des obligations souveraines reçus sont ainsi libellés en dollars, euros, livres ou yens. Le dollar canadien, le dollar australien et le franc suisse représentent 80 % des 3 % restants de *cash* reçus, tandis que les obligations brésiliennes, turques, canadiennes et sud-coréennes représentent 90 % des autres obligations reçues.

Graphique 82 : Part du volume des dérivés OTC avec échange de collatéral (en %)



Sources : AMF, ISDA. Note : échanges sous contrats de collatéralisation.

Graphique 83 : Estimation du collatéral en circulation. Dérivés OTC (en milliards de dollars)



Sources : AMF, ISDA.

La réglementation de la ré-hypothécatation est en cours de finalisation

Le collatéral apporté en garantie de transactions sur dérivés peut être ré-hypothéqué (ou ré-utilisé), soit parce que l'opération comprend un transfert explicite de propriété, soit parce que malgré l'absence de transfert de propriété, la partie prêteuse accorde à la partie receveuse le droit de re-prêter les titres. L'ISDA indique que 84 % des accords bilatéraux (excluant les contrats compensés centralement) correspondent à l'une ou l'autre de ces catégories. La réutilisation du collatéral permet aux parties receveuses de financer des positions longues et de couvrir des positions courtes et donc de réduire les contraintes liées à l'immobilisation des actifs. Toutefois, et notamment quand la réutilisation est menée dans des conditions de transparence défailtantes et que les actifs apportés en garantie ne sont pas ségrégués des actifs propres de la partie receveuse, elle réintroduit un risque de contrepartie pour la partie prêteuse. L'année 2013 n'a pourtant pas confirmé la réduction de la proportion de collatéral réutilisé dans les transactions de gré à gré, qui, à 82 %, retrouve pratiquement son niveau de 2011 (83 %) après une baisse sensible en 2012 (75 %). L'évolution de cette pratique devrait par ailleurs être fortement influencée à court terme par la finalisation de plusieurs travaux réglementaires en 2014. Les régulateurs de marché (OICV) et prudeniels (Comité de Bâle-BCBS) associés au sein du *Working Group on Margin Requirements*¹²⁶ recommandent ainsi que les marges initiales soient échangées sur une base brute plutôt que nette, et que les parties s'assurent de la libre disponibilité des marges collectées en cas de défaut de la partie receveuse. Les superviseurs sont également encouragés à procéder à une revue de leur droit national dans la perspective de cette exigence. Le Conseil de Stabilité Financière (FSB), qui traite également du sujet du

¹²⁶ Voir BCBS-IOSCO Working Group on Margin Requirements (2013).

prêt-emprunt de titres et du *repo* (dans le Workstream n°5 « *Securities Lending and Repos* »), recommande un renforcement de la transparence des pratiques de ré-hypothécatrice vis-à-vis du prêteur, son interdiction pour financer des activités pour compte propre, et son autorisation uniquement pour les entités sujettes à des règles de liquidité. La convergence entre ces différents travaux constituera un enjeu important pour les mois à venir.

Le surcroît de demande de collatéral induit par les chantiers réglementaires ne conduira pas à une pénurie au niveau agrégé

D'après le FMI (2012), l'offre théorique d'actifs de haute qualité (HQA) à fin 2011 était de l'ordre de 55 000 milliards d'euros, excédant largement les estimations de demande. Concernant la zone euro, 14 000 milliards d'euros d'actifs pouvaient être considérés comme éligibles parmi ce stock (Coeuré, 2012), la comparaison avec le montant de collatéral effectivement mobilisé (de l'ordre de 2 500 milliards d'euros) indiquant l'absence de pénurie de collatéral, en particulier dans le système financier de la zone euro préalablement à l'entrée en vigueur des réformes réglementaires affectant la demande de collatéral. Plusieurs études se sont attachées à estimer le volant supplémentaire de demande induit par ces évolutions et les tensions qui pourraient en résulter sur le marché du collatéral. Concernant les réformes des marchés de dérivés (EMIR en Union Européenne et Dodd-Frank aux États-Unis) et donc la demande d'actifs de haute qualité (HQA, voir Encadré 11), l'estimation est particulièrement sensible aux hypothèses relatives à l'évolution de la taille du marché, au recours à la compensation centrale, au nombre de CCPs, aux périmètres de *netting* et à l'étendue de la ré-hypothécatrice. BCBS-IOSCO (2013) estime un besoin supplémentaire de collatéral lié aux marges initiales sur instruments de taux et de crédit non compensés centralement de l'ordre de 900 milliards de dollars, en prenant en compte le seuil d'exemption de 50 millions d'euros pour les sociétés non financières prévu dans EMIR. Le coût en collatéral de la compensation centrale est estimé de 100 à 200 milliards de dollars par le FMI¹²⁷, auxquels s'ajouteraient entre 100 et 600 milliards de dollars liés aux marges initiales et aux contributions aux fonds de défauts des CCP (selon les hypothèses faites sur le nombre de CCP et les périmètres de *netting*). La Banque d'Angleterre¹²⁸ situe le surcroît total (c'est-à-dire y compris les marges apportées aux CCP, mais hors contributions aux fonds de défaut) de collatéral suscité par l'augmentation des marges initiales entre 150 et 450 milliards de dollars. Le Trésor Américain¹²⁹ fournit un intervalle de 800 à 2 000 milliards de dollars pour l'ensemble des réformes des dérivés au niveau mondial.

Sur le front de la régulation prudentielle, l'étude d'impact quantitative sur les effets du LCR menée par BCBS-IOSCO sur la base des données bancaires à fin 2011 estime à 2 200 milliards de dollars le montant supplémentaire d'actifs liquides de haute qualité (*High Quality Liquid Assets*, HQLA, voir Encadré 11) nécessaire. Ce chiffre constitue un majorant dans la mesure où le calcul ne prend pas en compte l'élargissement subséquent du périmètre des actifs éligibles, ce que fait l'ESMA (2013), qui avance un impact de l'ordre de 1 400 milliards de dollars. Agrégeant les évolutions de marché et les réformes réglementaires, le Committee on Global Financial System (CGFS)¹³⁰ estime à 4 000 milliards de dollars l'impact sur la demande d'actifs collatéralisables (HQLA et HQA) lié aux divers chantiers réglementaires. L'ajout de Solvency II, non pris en compte par le CGFS et dont l'effet est estimé de 100 à 200 milliards de dollars par les études existantes, ne modifie pas fondamentalement cet ordre de grandeur.

Ces facteurs de demande ne devraient pas induire une pénurie (*shortage*) d'actifs de haute qualité au niveau agrégé, même si une rareté (*scarcity*) accrue est à anticiper¹³¹. En effet, des facteurs exogènes et endogènes de hausse de l'offre sont concomitamment à l'œuvre. L'émission de dette publique par les souverains les mieux notés (AAA et AA) constitue un

¹²⁷ Voir FMI (2012).

¹²⁸ Voir Banque d'Angleterre (2012).

¹²⁹ Voir Office of Debt Management (2012).

¹³⁰ Voir Committee on Global Financial System (2013).

¹³¹ Voir Coeuré (2012).

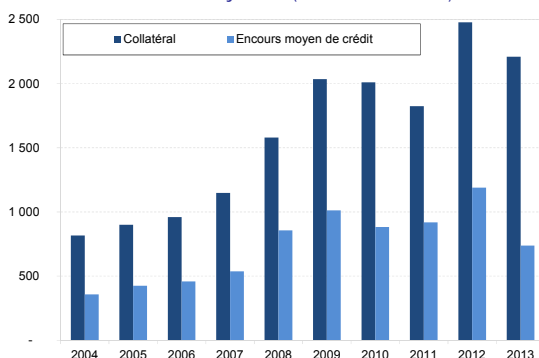
volant d'offre supplémentaire d'HQA que l'on peut considérer comme exogène. Entre 2007 et 2012, l'augmentation de la dette publique de ces pays a largement dépassé l'effet de la dégradation globale de la qualité de crédit. Le stock de dette souveraine AAA et AA a aussi augmenté de 10 800 milliards de dollars entre 2007 et 2012¹³². Le stock d'obligations *corporate* de produits titrisés de rating supérieur ou égal à A a lui augmenté de 500 milliards de dollars sur la même période. L'offre totale d'HQA est évaluée à 53 000 milliards de dollars, celle d'HQLA à 48 000 milliards de dollars.

Des ajustements de marché ainsi que les réponses des banques centrales peuvent en outre répondre à des tensions sur l'offre de collatéral. Les banques centrales peuvent utiliser un élargissement des critères d'éligibilité des opérations de *repo* ou des programmes de liquidité (*committed liquidity facilities*) pour accroître leur offre nette de collatéral. Dans les opérations de financement sécurisé privées, une rareté accrue du collatéral devrait provoquer une baisse du prix du financement sécurisé. Elle devrait également accroître les incitations à mettre en œuvre des techniques efficaces d'optimisation du collatéral, une tendance qui semble d'ores et déjà à l'œuvre (voir section 2.4). Les tranches de véhicules de titrisation de plus haute qualité de crédit et bénéficiant de rehaussements de crédit peuvent également être éligibles à des opérations de refinancement ou de collatéralisation de produits dérivés.

Des tensions locales ne sont toutefois pas à exclure

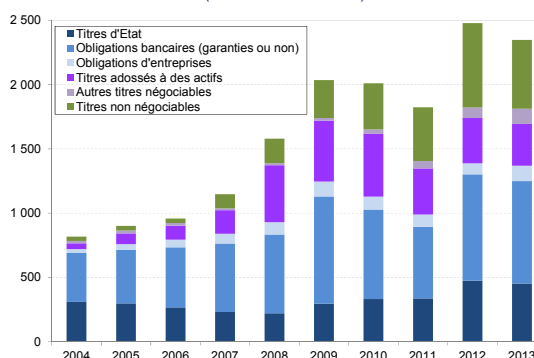
Des phénomènes locaux de rareté plus prononcée du collatéral ne sont pas pour autant à exclure, même si leurs conséquences ne doivent pas être surestimées. L'évolution du *spread* entre le taux du *repo* collatéralisé sur obligations françaises et allemandes en 2011 a souligné que des épisodes prolongés de rareté accrue du collatéral de haute qualité libellé en euro (voir Committee on Global Financial System (2013)) pouvaient survenir, tout du moins avant la mise en œuvre des offres de moyen et de long terme de la BCE à partir de début 2012 (Graphique 84). Toutefois, les actifs détenus en collatéral par l'Eurosystème sont de liquidité inégale et décroissante (Graphique 85). En outre, certains acteurs pourraient porter plus spécifiquement le coût d'une rareté accrue du collatéral en euro, notamment les banques dans leur trajectoire d'ajustement au LCR (voir section 2.7).

Graphique 84 : Encours de crédit de la BCE aux banques et collatéral-Eurosystème (en milliards d'euros)



Sources : AMF, BCE.

Graphique 85 : Titres mis en garantie comme collatéral-Eurosystème (en milliards d'euros)



Sources : AMF, BCE.

Les risques de procyclicité de la régulation seront à surveiller

De plus, au-delà de l'évolution des stocks, se posent les questions de la réaction des acteurs de marché ainsi que de la réallocation et de l'ajustement de prix (variation des *haircuts*) du collatéral au cours de périodes de stress de marché¹³³. A ce titre, le risque de procyclicité du fonctionnement du marché du collatéral invite à une surveillance continue des périmètres d'actifs éligibles, non seulement du côté des banques centrales, mais aussi

¹³² Voir Committee on Global Financial System (2013).

¹³³ Voir Gorton (2009).

des CCP. Celles-ci pourraient ainsi être incitées à élargir leurs critères d'éligibilité, dans les limites posées par les principes CPSS-IOSCO¹³⁴.

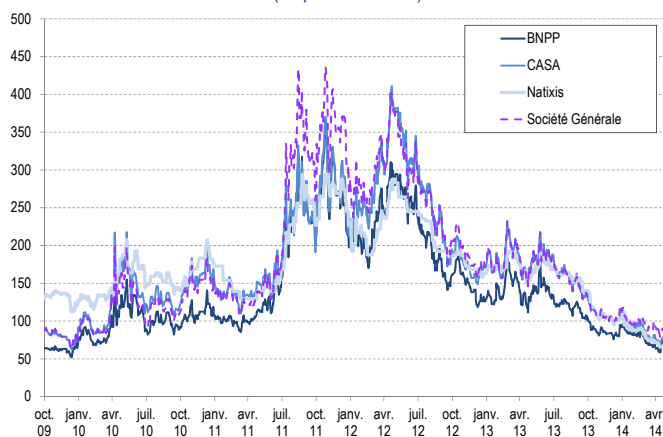
La transparence dans les pratiques de gestion du collatéral devra être préservée

Dans le contexte des ajustements en cours, la transparence, la sécurité juridique et la gestion du risque dans les activités de transformation et de ré-hypothécaion du collatéral constituent des chantiers actifs pour les régulateurs. L'identification et la juste valorisation du risque de contrepartie suppose a minima une transparence sur la libre disponibilité des actifs en cas de défaut d'une contrepartie. La migration des dérivés vers la compensation centrale est ainsi accompagnée de mécanismes de ségrégation des actifs des adhérents compensateurs et des clients. Les effets de ces mesures sur le taux de ré-hypothécaion du collatéral¹³⁵ devront par ailleurs faire l'objet d'un suivi.

2.7. Les intermédiaires de marché : poursuite de l'adaptation de leurs activités dans un environnement encore fragile et des exigences réglementaires renforcées

L'environnement macroéconomique de la zone euro demeure morose pour les intermédiaires financiers, dans la mesure où le PIB s'est contracté en 2013 pour la 2^{ème} année consécutive et où la reprise attendue en 2014 s'annonce très modeste (+1,2 % selon le FMI). Par ailleurs, le cadre réglementaire devient plus exigeant, avec entre autres le lancement du Mécanisme Unique de Supervision par la BCE en novembre 2014. Cela a conduit les banques de la zone euro, avec de spécificités nationales fortes (notamment des pays de l'Europe périphérique affaiblis¹³⁶), à poursuivre l'ajustement de leurs bilans et l'adaptation de leurs modèles, en particulier dans la Banque de Financement et d'Investissement (BFI), avec un recours croissant à des émissions éligibles aux ratios de solvabilité bâlois et des cessions de titres pouvant potentiellement influencer sur le jugement de la BCE. Dans ce contexte européen, en dépit d'un certain nombre d'évolutions quant à leur mode de financement et les activités conduites, les quatre principaux groupes français ont vu leurs conditions d'accès au marché s'améliorer¹³⁷, à l'image du net repli de leurs *spreads* de CDS 5 ans depuis mi-2013.

Graphique 86 : *Spreads* de CDS 5 ans des banques
(en points de base)



Sources : AMF, Datastream.

¹³⁴ Voir CPSS-IOSCO (2012).

¹³⁵ Voir Singh (2013).

¹³⁶ Les faiblesses économiques de l'Europe du Sud continuent de peser sur la qualité et les performances des portefeuilles de prêts (expositions à l'Italie et l'Espagne en particulier).

¹³⁷ A noter que les dettes (y compris subordonnées) ne représentent que 15 % du passif des banques françaises fin 2013, une proportion très stable depuis mi-2007 (contre près de 40 % pour les dépôts de la clientèle).

Un environnement réglementaire européen toujours en évolution

Depuis le début de la crise en 2008, près d'une trentaine de nouveaux instruments ont été proposés par la Commission européenne afin de mieux réguler, surveiller et gouverner le secteur financier et ainsi d'éviter de faire payer par le contribuable lors de prochaines crises et de réduire le lien entre les souverains et les banques, qui avait conduit à la fragmentation de la zone euro. Les principales pièces de ce puzzle en cours de finalisation sont les suivantes : 1) des exigences de fonds propres et de liquidité renforcées pour les banques ; 2) un règlement uniforme (*single rulebook*), avec des règles sur la rémunération ; 3) un régime de résolution efficace, protecteur des déposants ; 4) un contrôle et une surveillance des banques plus efficaces ; 5) la fin des banques trop grandes pour faire faillite (« *too big to fail* »)¹³⁸ ; 6) des marchés financiers plus sûrs et plus transparents ; 7) une moindre dépendance vis-à-vis des notations des agences ; 8) une réponse aux risques de la finance parallèle et 9) une prévention et une sanction plus efficaces des abus de marché.

3 piliers de l'Union bancaire

► **Union bancaire¹³⁹ : la BCE supervisera environ 6 000 banques, dont 128 directement**

Initiative lancée en juin 2012, complément de l'Union économique et monétaire et remède à la fragmentation des marchés, l'Union bancaire vise à réduire le lien entre les souverains et les banques, à protéger les déposants et à mettre en place un cadre de redressement et de résolution des banques défaillantes. C'est la feuille de route de la Commission afin d'arriver à une intégration plus poussée des systèmes bancaires notamment des pays partageant l'euro. L'Union bancaire est construite autour des 3 piliers suivants visant, en amont, à éviter de futures crises bancaires avec des banques mieux capitalisées et mieux contrôlées, et en aval, en cas de crise, à définir un schéma commun de redressement et de résolution¹⁴⁰, avec une mise en place progressive à partir de 2014 :

1. Un Règlement Uniforme Européen (*single rulebook*) pour les 8 300 acteurs financiers des 28 États membres de l'Union constitue le socle de l'Union bancaire, fixant notamment de nouvelles règles pour une meilleure capitalisation des banques¹⁴¹ et un contrôle des risques plus efficace. Ainsi, avec des banques plus sûres, la prévention de crises bancaires sera renforcée.
2. Un Mécanisme de Supervision Unique (MSU), mettant en place un système intégré des banques, à partir de novembre 2014¹⁴². Il fera de la BCE le superviseur prudentiel central de tous les établissements bancaires de la zone euro (quelques 6 000 établissements) mais également de ceux d'autres pays européens qui

¹³⁸ Le FMI estime la subvention implicite ou les coûts de financement bonifiés découlant du soutien étatique des établissements bancaires *too big to fail* se monterait à 70 milliards de dollars pour les États-Unis et près de 300 milliards de dollars pour la zone euro, ce qui est à la fois un facteur de risque systémique et de distorsion de concurrence pour les plus petits établissements bancaires.

¹³⁹ L'Union bancaire, pour restaurer la stabilité financière de la zone euro, Mémo 14/294, Commission européenne, 15 avril 2014. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/banking-union/banking-union-memo_fr.pdf

¹⁴⁰ Directive sur le redressement et la résolution des crises bancaires, proposée en juin 2012 par la Commission européenne puis adoptée par le Parlement européen le 15 avril 2014

http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_fr.htm#maincontentSec1

¹⁴¹ Le paquet dit CRD IV sur les exigences de fonds propres applicables aux banques transpose les nouvelles normes internationales bâloises sur les fonds propres des banques (Bâle 3) dans le cadre juridique de l'Union. Il est entré en vigueur au 1^{er} janvier 2014 et impose aux banques de détenir un niveau de fonds propres suffisants, tant en qualité qu'en quantité.

¹⁴² Le cadre juridique du MSU a été clarifié par le règlement-cadre publié début février 2014 et couvre :

- l'évaluation de l'importance de chaque banque afin de déterminer la nature directe ou indirecte de la surveillance prudentielle à laquelle elle sera soumise par la BCE ;
- la surveillance de l'ensemble du système par la BCE ;
- la coopération entre la BCE et les autorités nationales compétentes en vue de garantir le bon fonctionnement du MSU ;
- le régime linguistique pour les divers processus relevant du MSU ;
- les principes généraux de conduite, par la BCE, des procédures de surveillance prudentielle ;
- les procédures s'appliquant aux tâches micro prudentielles et macro-prudentielles incombant au MSU ;
- les accords de coopération étroite avec les pays dont la monnaie n'est pas l'euro ;
- et les sanctions administratives pour infractions à la législation concernée.

souhaiteraient participer au MSU. D'une part, la BCE assurera directement la supervision de 128 établissements bancaires de la zone euro¹⁴³. D'autre part, les autorités nationales continueront à superviser les plus petites banques, tout en coopérant étroitement avec la BCE au sein d'un système intégré.

3. Un Mécanisme Européen de Résolution, permettant de garantir une intervention précoce des autorités de surveillance en cas de dégradation de la situation financière d'une banque (*plans de redressement*, afin de rester viable) et de formaliser la gestion de crises bancaires (*plans de résolution*¹⁴⁴, afin d'organiser une liquidation ordonnée si la banque n'était plus viable, sous l'autorité de la BCE et sur décision du Conseil européen), y compris l'organisation du démantèlement, voire de la fermeture d'entités en difficulté. La Directive BRRD¹⁴⁵ (*Bank Recovery and Resolution Directive*) présente ainsi un nouvel arsenal européen de gestion de crise qui devrait permettre d'éviter que le coût des crises bancaires futures ne soit supporté par les contribuables et les déposants¹⁴⁶. En particulier, il convient de mentionner la création du *bail in*, c'est-à-dire une liquidation ordonnée des établissements défaillants, impliquant les différentes parties prenantes (actionnaires, prêteurs, certains épargnants), par opposition au *bail out*, reposant sur la contribution du contribuable.

La directive conduira, entre autres, à la création d'un Fonds Européen de Résolution et à la garantie des dépôts bancaires à concurrence de 100 000 euros par déposant et par banque. Les États membres de l'Union bancaire contribueront à ce fonds à compter en 2016, pour représenter 0,8 % des dépôts couverts (ou 55 milliards d'euros) d'ici à 2024, montant qui sera à constituer progressivement sur une période de 10 ans par les banques elles-mêmes. La contribution de chaque établissement devrait reposer sur 2 variables : la taille (*flat component*), recouvrant le passif du bilan (hors fonds propres et dépôts garantis), et le risque spécifique de chaque banque (*risk adjusted component*)¹⁴⁷. En outre, toutes les institutions, quelle que soit leur taille, contribueront. La décision concernant leurs pondérations respectives sera prise au vu des conclusions de la revue des actifs bancaires de la BCE. Les objectifs ainsi recherchés sont d'assurer la confiance des déposants en mettant en place un filet de sécurité formalisé et de permettre d'harmoniser et de simplifier la protection des déposants.

De forts enjeux nationaux ont conduit, mi-mars 2014, les euro-députés à renoncer à faire d'un accord sur les contributions au futur Fonds de résolution un préalable à l'adoption du paquet législatif créant le Mécanisme Européen de Résolution. De ce fait, la directive sur le redressement et la résolution a été adoptée mi-avril¹⁴⁸ et les règles sur la résolution (BRRD)

¹⁴³ Le rôle de la BCE sort donc fortement renforcé de la crise, avec un élargissement de ses pouvoirs ainsi qu'un approfondissement de son mandat (illustré par l'assouplissement quantitatif), au-delà du simple contrôle de l'inflation initialement retenu dans son statut.

¹⁴⁴ Le mécanisme de résolution unique repose sur un conseil de résolution unique fort, composé de membres permanents ainsi que de représentants de la Commission, du Conseil, de la BCE et des autorités nationales de résolution. Dans la plupart des cas où la résolution d'une banque de la zone euro ou établie dans un État membre participant à l'union bancaire s'avérerait nécessaire, la BCE en avisera le conseil de résolution unique, la Commission et les autorités nationales de résolution concernées. Les procédures décisionnelles ont été définies de telle sorte qu'il soit possible de décider d'engager ou non une procédure de résolution en moins de deux jours.

¹⁴⁵ [http://europa.eu/rapid/press-release MEMO-14-297_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-297_en.htm)

¹⁴⁶ La Commission estime qu'entre octobre 2008 et décembre 2012 ont été approuvés 592 milliards d'euros d'aides d'État (mesures de recapitalisation et de sauvetage d'actifs), représentant 4,6 % du PIB de l'Union en 2012. En incluant toutes les garanties fournies, le montant des aides totales représenterait 13 % du PIB sur la seule période 2008-2010 (1 600 milliards d'euros).

¹⁴⁷ Plusieurs critères contribueront à définir l'indicateur composite de risque : les actifs pondérés par les risques (RWA) sur le total de bilan, les ratios de levier, de liquidité à 30 jours et de prêts sur dépôts, la rentabilité des activités, les montants d'aides publiques reçues au cours des 5 dernières années, la complexité de l'entité, le poids des actifs rapportés au PIB du pays d'origine, etc.

¹⁴⁸ A la suite de cette adoption, le 30 mai 2014, l'agence de notation Moody's a abaissé de « stable » à « négative » la perspective associée à la notation de 82 banques européennes (dont 10 françaises, y compris BNP Paribas, BPCE, CASA et Société Générale). https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlooks-to-negative-on-82-long-term-European-PR_300582.

devraient entrer en vigueur au 1^{er} janvier 2015. En effet, aucun consensus n'a encore pu être trouvé entre les États sur la recapitalisation préventive des banques et l'utilisation de moyens publics. En principe, cette recapitalisation est totalement exclue avant la mise à contribution des créanciers et actionnaires à hauteur de 8 % du capital dans le cadre du *bail in*. Mais, selon certains États, des circonstances (pas d'accès au marché par la banque, impossibles cessions d'actifs pour financer la recapitalisation) peuvent justifier l'injection de capitaux publics avant un *bail in*, car l'utilisation du *bail in* pourrait porter atteinte au droit de propriété pour des raisons prudentielles. A l'inverse, la Commission, suivie par d'autres capitales, soutient que le fait même de devoir se recapitaliser atteste d'une situation de quasi-insolvabilité, appelant une participation des créanciers et actionnaires.

*Revue des actifs
des banques en
cours*

En amont du lancement du MSU, la BCE, conjointement avec les autorités nationales compétentes (l'ACPR dans le cas français), conduit depuis le 4^{ème} trimestre 2013 une revue approfondie (couvrant au moins 50 % des bilans bancaires) des 128 grandes banques¹⁴⁹ avec les 4 principaux objectifs suivants, conditions *sine qua non* de la crédibilité de sa supervision directe des banques :

- Une transparence renforcée de l'état de santé des banques, passant par une amélioration de la qualité et de l'homogénéité des informations disponibles sur leur situation financière ;
- Un assainissement de la santé financière des banques si nécessaire, grâce à l'identification et à la mise en œuvre si besoin de mesures correctives nécessaires au vu des valorisations et des niveaux de provisionnement des banques face aux risques ;
- Le renforcement de la confiance des marchés avec des banques solides et crédibles, en assurant à toutes les parties prenantes que les situations financières des banques, dont la BCE va assumer directement la supervision, sont fondamentalement solides et crédibles ;
- Et de façon transversale, une harmonisation des pratiques de supervision européennes en amont de la mise en place du MSU.

En particulier, pour les grands groupes bancaires français, il conviendra de faire valoir les spécificités du modèle d'octroi des crédits immobiliers (dont le stock était de 814 milliards d'euros fin mars 2014, à 85 % à taux fixe) : les banques françaises se basent notamment sur les revenus et la capacité de remboursement des emprunteurs, et sans doute moins sur la garantie constituée par le bien financé que pour d'autres établissements européens. Les conclusions de la BCE pourraient impacter les banques françaises d'autant plus que, dans le scénario stressé de l'EBA (*voir encadré ci-dessous*), l'immobilier français serait plus durement touché que la moyenne de la zone euro, avec une correction cumulée de 28 % des prix entre 2014 et 2016 (contre -2 % dans le scénario central), contre -15 % en moyenne (ou -9 % en Espagne, où la bulle immobilière s'est d'ores et déjà fortement dégonflée). Un autre sujet national de vigilance sera le traitement des dettes souveraines dans les tests de résistance, dont les encours sont particulièrement importants dans les pays de la périphérie. Enfin, certains intermédiaires ont souligné les risques financiers qui pourraient découler de cette montée en puissance des missions assumées par la BCE¹⁵⁰.

¹⁴⁹ Voir partie 1.7 (Risques pesant sur la qualité de l'information diffusée publiquement) pour détails.

¹⁵⁰ A ce titre, il convient de noter que fin mai, la BCE a lancé une consultation (<http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140527.fr.html>), qui courra jusqu'au 11 juillet, visant à définir la commission annuelle qui sera facturée aux banques centrales de la zone euro, en contrepartie de sa supervision directe ou indirecte des banques. La BCE estime ses coûts pour 2015 autour de 260 millions d'euros, montant qui sera assumé par les 128 principales banques en fonction de la taille de leur bilan, pour des contributions individuelles s'étalant de 150 000 à 15 millions d'euros (dans la majorité des cas, de 700 000 à 2 millions d'euros). En outre, une participation de 2 à 7 000 euros sera demandée au 75 % des 6 000 autres établissements plus petits et de 200 000 euros pour les plus importants de cette catégorie, afin de couvrir les coûts de la supervision indirecte.

Encadré 12 : Scénarios macroéconomiques des stress tests 2014-2016

1/ Hypothèses retenues par la Commission, l'EBA et l'ESRB¹⁵¹

Le scénario de *stress test* est défini par rapport au scénario central de la Commission européenne, pour des hypothèses macroéconomiques (croissance du PIB, inflation, chômage) comme de marché (taux d'intérêt, bourse). Il reflète les 4 principaux facteurs de risque systémique pour la stabilité du secteur bancaire, identifiés par le Conseil Européen du Risque Systémique (ESRB) :

- ▶ Une hausse globale des rendements obligataires amplifiée par une inversion brutale de l'appréciation du risque, essentiellement portant sur les marchés émergents et certaines autres poches de liquidité de marché ;
- ▶ Une nouvelle dégradation de la qualité de crédit des pays affichant une faible demande globale, des fondamentaux fragilisés et des secteurs bancaires encore vulnérables ;
- ▶ Un coup d'arrêt porté aux réformes initiées, nourrissant des doutes quant à la soutenabilité des finances publiques ;
- ▶ Et une amélioration des bilans bancaires insuffisante pour maintenir des coûts de financement abordables.

De ce fait, est prise en compte une large palette de risques, allant du risque de crédit, de marché, souverain, à la titrisation et au coût de refinancement des banques.

Fort de ce constat, le scénario suivant est proposé : une remontée de l'aversion pour le risque des investisseurs sur les obligations souveraines à long terme se répercute sur l'ensemble des actifs et donc des ventes associées. En particulier, les taux longs américains sont influencés à la hausse (+100 pb au T1 2014 à court terme par rapport au scénario central, puis +250 pb au T4 2014), avec un effet haussier sur l'ensemble des taux, entraînant une repentification des courbes de taux et impactant également les marchés émergents (en particulier ceux qui sont déjà fragilisés comme l'Afrique du Sud, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie et la Turquie).

Ces tensions financières dégradent les perspectives d'activité réelle, en particulier dans les pays émergents qui subissent d'importantes sorties de capitaux conjointement avec une demande interne s'effondrant. Les perspectives à l'exportation vers les émergents se détériorent donc, en particulier pour l'Europe, ce qui contribue négativement à la croissance.

En outre, vu les faiblesses structurelles de l'Europe, la croissance déprimée contribuera à une re-différentiation des rendements européens associée avec des perceptions de risque systémique et des difficultés de refinancement des banques, en raison du regain de tensions sur le marché monétaire.

2/ Détails des scénarios proposés pour tester la résilience des banques

Tableau 10 : Hypothèses du scénario de *stress test* pour la zone euro et la France

		2014	2015	2016
Scénario central	Croissance réelle	1,2 %	1,8 %	1,7 %
	Inflation	1,0 %	1,25 %	1,5 %
	Chômage	12,0 %	11,7 %	11,3 %
	Taux 10 ans	2,8 %	3,1 %	3,2 %
	Immobilier résidentiel	-0,2 %	2,1 %	3,8 %
France	Croissance réelle	1,0 %	1,7 %	2,3 %
	Taux 10 ans (central)	2,4 %	2,7 %	2,8 %
	Immobilier résidentiel	-1,6 %	-1,0 %	0,5 %
Scénario dégradé	Croissance réelle	-0,7 %	-1,4 %	0,0 %
	Inflation	1,0 %	0,6 %	0,3 %
	Chômage	12,3 %	12,9 %	13,5 %
	Taux 10 ans	4,3 %	4,2 %	4,3 %
	Immobilier résidentiel	-8,0 %	-5,7 %	-1,5 %
France	Croissance réelle	-0,4 %	-1,1 %	0,4 %
	Taux 10 ans	3,8 %	3,7 %	3,8 %
	Immobilier résidentiel	-12,8 %	-12,4 %	-5,9 %

Sources : AMF, BCE, Commission européenne, EBA, ESRB.

¹⁵¹ EBA/SSM stress test: The macroeconomic adverse scenario, 17 avril 2014
https://www.eba.europa.eu/documents/10180/669262/2014-04-29_ESRB_Adverse_macro-economic_scenario_-_specification_and_results_final_version.pdf.

Poursuite des négociations autour des réformes de structure, avec de premiers impacts

› **Réformes de structures en cours, isolant les activités spéculatives et encourageant la compensation centralisée et plus de transparence**

Par ailleurs, de part et d'autre de l'Atlantique, les réformes structurelles se poursuivent, mais leur coordination fait débat, notamment la règle dite Volcker aux États-Unis, les rapports Vickers au Royaume-Uni et Liikanen pour l'Union européenne (avec une déclinaison en France *via* la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013¹⁵²) pour l'encadrement des activités de marché. Les objectifs ainsi recherchés ne sont pas exactement les mêmes, ce qui peut impliquer des risques d'arbitrages réglementaires et/ou géographiques, avec un risque de délocalisation d'activités. Avec le *Dodd Frank Act*, les États-Unis privilégient une réforme qui contraint les activités de marché pour compte propre. Le Royaume-Uni, pour sa part, souhaite en premier lieu protéger les contribuables après l'expérience vécue avec le sauvetage de plusieurs banques. L'Europe, enfin, cherche à restreindre les activités jugées trop spéculatives. En particulier, la loi française a également l'ambition de « remettre la finance au service de l'économie » au travers d'une « séparation des activités utiles au financement de l'économie des activités spéculatives ».

A la suite des recommandations du rapport Liikanen, plusieurs réformes européennes sont donc en cours de finalisation et devraient influencer fortement l'industrie bancaire européenne, et en particulier française. On peut notamment mentionner l'interdiction du *trading* pour compte propre (hors la tenue de marché) et une éventuelle filialisation des activités de marché pour les entités dont le bilan excède 30 milliards d'euros pendant 3 années consécutives et dont les actifs ou passifs de *trading* excèdent 70 milliards d'euros ou 10 % du bilan (incluant les filiales étrangères). Pour autant, l'agenda politique européen, ainsi que la complexité des enjeux nationaux, se traduisent par un décalage dans le temps du projet de réforme de structure européen. D'importantes marges de manœuvre devraient être laissées aux régulateurs nationaux dans le calibrage des règles. Le texte ne devrait pas être adopté par la Commission européenne avant décembre 2015, pour une application après 2017 et une séparation des activités risquées en 2019, ce qui laissera du temps aux banques pour s'adapter en amont.

Le FMI a d'ailleurs exprimé, fin juin 2014, des craintes au vu de la lenteur de ces réformes et de l'absence d'inflexion franche dans les comportements de l'industrie (horizon de court terme, politique de bonus, scandales financiers à répétition) découlant, selon le Fonds, d'une vive opposition de l'industrie et d'une possible lassitude des régulateurs. Occasion également pour le FMI de rappeler que « le secteur financier doit servir et non réguler l'économie ». L'AMF est également attentive à la mise en place de ces réformes de structure, en vue notamment d'une inflexion des comportements de l'industrie, en particulier afin d'allonger les horizons temporels de prise de décision et de modifier les politiques de rémunération.

Plus de souplesse dans les règles bâloises

› **Un certain assouplissement des règles bâloises, en termes de fonds propres et de liquidité**

Les travaux conduits par le Comité de Bâle (BCBS) pour un passage de Bâle 2.5 à 3 se poursuivent, découlant des leçons prudentielles tirées de la crise. Trois principaux objectifs sont recherchés : 1) renforcer la solidité financière des banques, 2) réduire les risques de contagion et 3) limiter les risques systémiques. Pour ce faire, en pratique, les banques seront soumises à des règles prudentielles durcies avec un ratio de solvabilité, des contraintes de liquidité (avec le ratio de liquidité à court terme (LCR, *Liquidity Coverage Ratio*) et à long terme (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*)) et un ratio de levier (au minimum fixé à 3 %, avec une période d'observation débutant début 2014 puis une publication

¹⁵² <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000027754539>

obligatoire à partir de 2015, pour une entrée en vigueur en 2018, avec un calibrage à affiner en 2017). Au-delà des effets positifs attendus à moyen terme de ces réformes, un certain nombre de questions peuvent être posées, relatives par exemple à un possible renchérissement du coût du crédit à court terme et à une exigence accrue de collatéral.

Pour autant, il est positif de noter une tendance à l'assouplissement des contraintes de liquidité depuis 2014, sous l'impulsion conjointe du BCBS et de la Commission européenne. D'une part, début 2014, le BCBS a révisé le ratio de levier¹⁵³ dans un sens plus favorable à l'industrie : si le calcul du ratio de levier (*capital Tier one* en % des actifs non pondérés par les risques) reste inchangé et son niveau maintenu à 3 %, la compensation des positions vis-à-vis d'une même contrepartie est dorénavant autorisée (*netting*) dans le cadre des transactions sécurisées (*repo*), comme c'était déjà le cas aux États-Unis. Le collatéral (marges variables) pourra être utilisé pour réduire les expositions d'une banque sur les dérivés. La méthode de calcul servant à déterminer la taille de leurs activités de hors bilan sera également assouplie, avec un plafonnement des expositions des banques aux dérivés de crédit au niveau de la perte potentielle maximum encourue, un élargissement des possibilités de couverture et des mesures visant à éviter une double comptabilisation de ces transactions. Les banques devront communiquer sur ce ratio (qui pourra être ajusté jusqu'en 2017 pour une application en 2018) à partir de 2015.

D'autre part, la Commission européenne réfléchit à un élargissement supplémentaire du périmètre des titres éligibles au ratio de LCR par rapport aux préconisations du BCBS, en incluant les obligations sécurisées selon leur notation comme des actifs de niveau 1 ou 2, au vu de leur liquidité. De ce fait, les obligations notées de A- à A+ pourraient ainsi représenter 40 % des actifs éligibles au ratio et 70 % pour des ratings supérieurs. La Commission propose également d'appliquer des décotes à la valeur de marché des obligations sécurisées inférieures à celles publiées par le BCBS (7 % contre 15 % précédemment sur les *covered bonds*). Enfin, sont proposées des simplifications des règles transfrontalières de gestion du collatéral non domestique, qui représente quelques 25 % des garanties mobilisées auprès des banques centrales de l'Eurosystème, à partir de mai 2014. Cela devrait permettre de gérer le collatéral de façon plus fluide et à moindre coût. En outre, les dépositaires vont pouvoir développer plus avant leurs services de gestion du collatéral.

Pour autant, deux tendances semblent émerger :

- D'une part, une possible surenchère entre institutions financières pour respecter les ratios prudentiels au plus vite et de façon plus stricte que ce que ne prévoient les recommandations des régulateurs, entre autres sous la pression d'investisseurs qui plaident pour des règles plus dures. Toutefois, il convient de conduire avec prudence des comparaisons internationales vu les différences importantes d'estimations et de modes de calcul¹⁵⁴ ;
- D'autre part, une volonté de certains régulateurs d'aller plus loin que ce que ne prévoient les textes internationaux, ce qui pourrait décrédibiliser les niveaux fixés internationalement et exercer une pression sur les autres juridictions. A titre d'exemple, concernant le ratio de levier bâlois (3 % minimum), les régulateurs ont pu avoir tendance à se montrer plus exigeants quant aux niveaux¹⁵⁵ ou aux

¹⁵³ Le ratio de levier est défini comme le rapport entre les fonds propres de base (*Tier 1*) et le total du bilan et hors bilan ajustés (ajustements visant à réduire les écarts induits par les cadres comptables différents) de la banque.

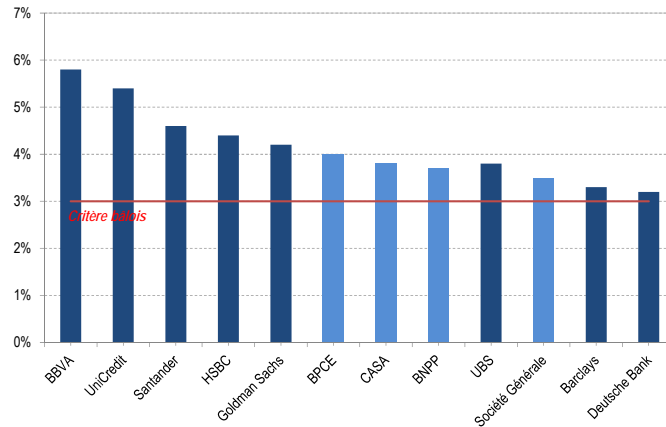
¹⁵⁴ La BCE estimait en février 2014, par exemple, qu'un ratio de levier de 5 ou 6 % aux États-Unis serait équivalent à 3 % en norme bâloise.

¹⁵⁵ Par exemple, les régulateurs aux États-Unis ont adopté en avril 2014 un ratio de levier de 5 % pour les 8 institutions systémiques et de 6 % pour leurs filiales de dépôts assurées par la FDIC (contre 3 % recommandés par le BCBS). En Suisse, les ratios à respecter seront à partir de 2019 de 4 % pour Crédit Suisse et de 4,6 % pour UBS. Enfin, aux Pays-Bas, la banque centrale (DNB) a évalué, fin avril 2014, les besoins des établissements financiers à 4 %, mais n'a pas encore fixé de niveau.

délais¹⁵⁶. Toutes les principales banques, y compris françaises, déclarent d'ores et déjà excéder ce niveau de 3 % pour le ratio de levier.

A l'inverse, on doit aussi admettre que ces deux points devraient, à moyen terme, renforcer la solidité des établissements concernés et la stabilité du système financier dans son ensemble.

Graphique 87 : Ratios de liquidité en Europe au T1 2014
(en %)



Sources : AMF, Rapport des sociétés.

Encadré 13 : Impact de la Taxe sur les Transactions Financières (TTF) française et enjeux de la TTF européenne

Le dispositif de taxation des acquisitions d'actions entrée en vigueur en France le 1^{er} août 2012 se caractérise principalement par les traits suivants :

- ▶ Les acquisitions d'actions françaises de sociétés dont la capitalisation est supérieure à 1 milliard d'euros au 31 décembre de l'année précédente sont taxées ;
- ▶ La taxe est due quel que soit le lieu d'exécution (marchés réglementés, plateformes multilatérales, gré à gré) ;
- ▶ Les opérations relevant de la tenue de marché sont exemptées.

La comparaison des volumes avant et après la mise en place de la TTF française menée par les services de l'AMF sur l'ensemble des volumes échangés sur les marchés réglementés et plateformes multilatérales (volumes *Lit*), après prise en compte d'autres variables explicatives telles que la volatilité des marchés et les volumes sur les autres places européennes, conclut à une baisse des volumes *Lit* d'environ 10 % à long terme. L'impact transitoire, durant les premières semaines suivant la mise en place de la taxe, a été sensiblement plus élevé, avec une baisse des volumes d'environ 20 %, due en partie au retrait transitoire de certains traders haute fréquence devant l'incertitude provoquée par l'entrée en vigueur de la taxe. Cette phase d'adaptation a aussi été marquée par une dégradation sensible des indicateurs de liquidité (*spreads* et profondeur à la meilleure limite).

Les estimations avancées par la BCE (Colliard et Hoffman (2013)), prenant également en compte les volumes échangés de gré à gré, identifient une réduction des transactions de plus grande taille au profit des transactions de taille moyenne. La taxe aurait entraîné une baisse d'environ 40 % des volumes de gré à gré.

Il ne semble pas que la TTF française ait entraîné une substitution significative entre opérations sur actions de l'assiette et opération sur des produits dérivés substitués tels que des *swaps* et *contracts-for-difference* (CFDs), qui permettraient d'échapper à la taxe tant pour l'intermédiaire que pour l'investisseur final.

Mis à part un fort impact négatif durant les premiers jours qui ont suivi la mise en place de la taxe, il est difficile d'identifier un impact long terme de la taxe sur les autres indicateurs de liquidité comme le *spread* et la quantité disponible aux meilleures limites. Ceci s'explique par le fait que ces indicateurs résultent essentiellement de l'activité de teneurs de marché, qui bénéficient d'une

¹⁵⁶ La PRA a anticipé à janvier 2014 l'application du ratio de levier pour les 6 principales banques anglo-saxonnes. Au Canada, cela sera également le cas à compter de 2015.

exemption dans le cadre de la taxe.

En termes de revenus, la taxe a rapporté environ 700 millions d'euros sur la première année d'application.

A terme, le dispositif français, comme celui que l'Italie a mis en place en 2013, devrait être remplacé par une TTF européenne mis en œuvre dans le cadre d'une procédure de coopération renforcée à 10 pays. Au terme de la négociation entre les pays parties prenantes sur la base de la proposition de directive de la Commission européenne de janvier 2013, la TTF européenne pourrait dans un premier temps concerner les actions ainsi qu'un nombre restreint de dérivés – à préciser à ce stade – à partir du 1^{er} janvier 2016, avant un éventuel élargissement ultérieur. Le rendement attendu tel qu'annoncé en mai 2014 est chiffré de 5 à 6 milliards d'euros. Si les modalités précises restent à définir, le chiffrage des recettes sur actions, cohérent avec celui de la proposition de janvier 2013, suggère que les principales caractéristiques de cette dernière pourraient être maintenues, à savoir :

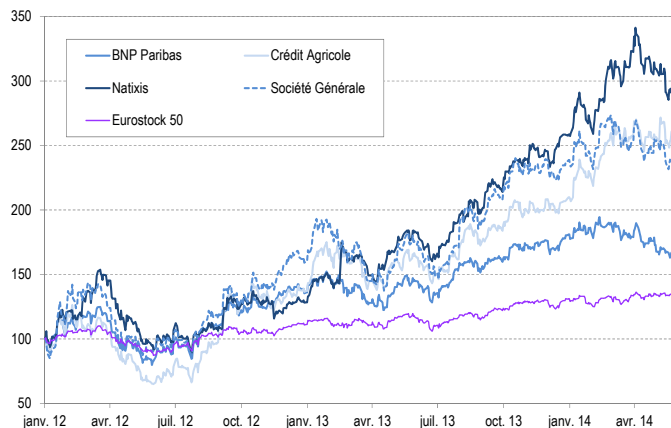
- ▶ Des taux de 0,1 % sur les actions et 0,01 % sur les produits dérivés ;
- ▶ Une exigibilité selon un double principe de résidence et d'émission (la négociation d'instruments financiers émis dans les juridictions ayant mis en place la TTF constituera une opération imposable) et de résidence de l'établissement financier partie à la transaction ;
- ▶ Une assiette homogène, ne comportant que peu ou pas d'exemptions de tenue de marché et une taxation des opérations *intraday* ;
- ▶ Des clauses anti-abus, générales (tout arrangement artificiel ou montage dont l'objet est d'éviter la taxe doit être tenu pour nul, seul le fondement économique devant être considéré), et spécifiques (toute émission de certificats de dépôts ou de titres similaires menée pour contourner la taxe doit aussi être tenue pour nulle).

Du fait des différences significatives entre la loi française et la taxe envisagée à l'échelle européenne, les enseignements concernant les effets de la première ne sauraient être généralisés à la seconde. Les effets de la TTF européenne pourraient en particulier s'avérer beaucoup plus forts sur les volumes si l'absence de traitement spécifique des opérations de tenue de marché, de couverture et de *repo* ainsi que des rachats de part d'OPCVM pour les actions devait être maintenue, conduisant potentiellement à des effets de taxation en cascade. Pour les dérivés, des problématiques spécifiques liées à l'application d'un taux unique à des opérations de maturité extrêmement variables pourraient avoir des incidences importantes sur le marché.

Inflexions dans les financements de marché des banques françaises, pour des raisons réglementaires

La période post-crise a été complexe pour les banques françaises, d'abord sur fond de raréfaction de la liquidité en dollars, conséquence notamment du désengagement des fonds monétaires américains et d'un fort regain d'aversion au risque. La période récente est au contraire marquée par un certain regain d'intérêt pour les valeurs bancaires du cœur de l'Europe, ce qui s'est traduit par de moindres coûts de refinancement et une remontée des cours boursiers. En outre, les financements exceptionnels mis en place par la BCE perdurent, ce qui contribue à soulager les banques les plus fragiles, en particulier dans l'Europe périphérique. Enfin, les banques ont fortement augmenté les actifs liquides depuis fin 2011 et ont recours à des modes de financement de marché satisfaisant à des contraintes prudentielles renforcées.

Graphique 88 : Cours boursiers des principales banques françaises (en euros, base 100 en début de période)



Sources : AMF, Datastream.

Alors qu'en 2012-2013, l'attention des analystes était surtout focalisée sur les expositions des banques de la zone euro aux dettes souveraines périphériques, depuis fin 2013, leurs sujets d'inquiétudes se sont également portés sur les enjeux réglementaires européens et mondiaux et le risque d'incohérence réglementaire (mise en place de nouveaux ratios, demande de collatéral de qualité, etc.), dans le contexte de lancement de l'Union bancaire précédemment évoqué. Il est donc normal que les banques de la zone euro aient cherché à anticiper ces exigences ou de potentielles recommandations de la BCE *post* AQR en améliorant leurs niveaux de liquidité et de provisionnement à fin 2013, date des arrêts des comptes analysés par la banque centrale. Les banques européennes ont donc déjà procédé et/ou poursuivent les adaptations suivantes :

- L'ajustement des bilans, souvent dans le cadre des plans d'économies lancés en 2012, et les efforts haussiers de provisionnement fin 2013.
- Les augmentations de capital, illustrées par l'augmentation de capital record de Deutsche Bank lancée mi-mai de quelques 8,5 milliards d'euros, sur fond de recentrage de ses activités et de renforcement de son bilan financier, ou la vague de recapitalisation de Monte Paschi di Siena (1 milliard, 3 milliards puis 5 milliards d'euros) ;
- Les émissions de dette hybride¹⁵⁷, répondant à la procédure de *bail in* prévue par les autorités européennes, éligibles au ratio bâlois de levier (pour les titres *Additional Tier 1*) et permettant de diversifier la base d'investisseurs en proposant d'autres devises que l'euro. Cette tendance a été initiée mi-2013 avec la publication des standards techniques de l'Autorité Bancaire Européenne sur la directive CRD 4, transposant Bâle 3 en Europe. En particulier, se sont développées les émissions d'obligations de type *Contingent Convertibles* (CoCos), de rang senior à subordonné au sein de la structure du capital des banques, pouvant être converties en actions ou faire l'objet d'une décote si le niveau des fonds propres durs de l'émetteur (*ratio de core tier 1*) passe sous un certain seuil minimum. Elle se poursuit en 2014, portant l'encours de dette hybride à plus de 75 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2014.¹⁵⁸

Il convient, en outre, de rappeler que des caractéristiques structurelles propres au marché français contribuent à illustrer une certaine dépendance des banques françaises envers des financements de marché. En effet, 2 types de produits attirent une part substantielle de l'épargne française, même si les fonds ainsi collectés sont, en grande partie, employés pour le refinancement de la dette bancaire : 1) les livrets bancaires défiscalisés¹⁵⁹, avec des encours de 419 milliards d'euros fin 2013, en hausse de 22 % depuis fin 2011 entre autres sous l'effet des deux relèvements consécutifs du plafond du livret A¹⁶⁰, représentant 14 % du patrimoine financier des ménages, et surtout 2) l'assurance vie, avec des encours de 1 358 milliards d'euros à fin 2013, en hausse de 6,4 % depuis fin 2011, représentant 46 % du patrimoine financier des ménages. Le « Comité pour la place financière de Paris à horizon 2020 » récemment créé devrait réfléchir, à partir de mi-2014, aux questions d'épargne et de leur utilisation et probablement faire des propositions afin de tirer les enseignements de ces caractéristiques structurelles françaises.

¹⁵⁷ La dette hybride se compose d'obligations subordonnées à la dette senior avec un rang plus élevé que les actions au sein de la structure du capital et donc considérée comme des fonds propres.

¹⁵⁸ Principales banques émettrices de dette hybride depuis 2013 :

- *Additional Tier 1* : en 2013, entre autres, Barclays, Société Générale, Crédit Suisse, Nationwide, Banco Popular ; en 2014, Crédit Agricole (1,75 milliard de dollars, 1 milliard d'euros et 0,5 milliard de livres sterling émis de janvier à avril 2014) et Deutsche Bank (1,5 milliard d'euros annoncé en avril) ;
- *Additional Tier 2* : BNP Paribas, BPCE (1,5 milliard d'euros en janvier 2014, Crédit Agricole, Société Générale (1 milliard d'euros en janvier 2014), Unicredit, Rabobank, KBC, UBS, Svenska (1,5 milliard d'euros en 2014).

¹⁵⁹ Les livrets bancaires défiscalisés couvrent l'épargne bancaire réglementée, *i.e.* les livrets A, bleus, jeunes, développement durable et d'épargne populaire.

¹⁶⁰ Fin 2012, le plafond du livret A est passé de 15 300 à 19 125 euros puis en janvier 2013 à 22 950 euros. Le plafond a donc été accru de 50 %.

Poursuite des réorganisations des banques françaises Les banques poursuivent la mise en œuvre de leurs plans d'adaptation annoncés en 2011-2012 afin de se conformer aux règles de Bâle III et de gagner en rentabilité autour de deux axes principaux :

- 1) un désengagement d'activités trop intensives en capital (financements longs comme les infrastructures ou les bateaux, etc.) et des cessions de portefeuilles de prêts sains (en particulier de *trading*) ou illiquides afin d'alléger les bilans et de réduire les actifs pondérés du risque (RWA¹⁶¹), se traduisant par une poursuite du *deleveraging* mais à un moindre rythme (10 à 20 milliards d'euros d'actifs par mois, contre 300 à 400 milliards d'euros début 2013) et
- 2) de vastes programmes d'économies. Par exemple, Crédit Agricole a fixé un objectif de 650 millions d'euros d'économies à réaliser sur la période 2012-2016, dont 60 % étaient déjà réalisés au sortir du 1^{er} trimestre 2014. De la même manière, BNP Paribas a lancé un plan de développement 2014-16 reposant, entre autres, sur des programmes d'économie de coûts et des transformations internes.

De ce fait, les modèles d'organisation des BFI françaises, comme leurs homologues dans le reste du monde, ont été adaptés, conduisant entre autres à un recours de plus en plus fréquent à l'externalisation des *back-offices* ou des services informatiques (la sous-traitance intra-groupe étant un premier pas dans cette direction) dans un contexte où :

- Les *back-offices* ont déjà fourni un effort de rationalisation, se manifestant par des fusions-acquisitions notamment. Suit à présent une vague d'externalisation de ces *back-offices*, à l'image de LCL fin mai 2014 pour la fabrication de chèques et la numérisation de documents, s'inscrivant dans le cadre de réorganisation de ses centres de traitement de son plan stratégique ;
- La réglementation évolue très rapidement et les exigences en matière de *reporting* et de transparence sont de plus en plus importantes, ce qui peut pousser les banques, petites comme grandes, à chercher à réduire leurs coûts en industrialisant et en sous-traitant certaines tâches, pour rester compétitives et limiter leurs risques de non-conformité ;
- L'externalisation de produits « vanille » est envisageable avec le ralentissement de la recherche de produits ou de montages complexes ;
- Autre exemple, Société Générale sous-traite, depuis fin 2013, à Accenture ses opérations sur titres de sa banque d'affaires (*i.e.* les étapes entre la négociation et l'intervention des déposants), dans une démarche de recherche de rentabilité, étant donné que ces métiers sont relativement standardisés et sont appelés à le devenir plus sous l'effet des nouvelles règles post-marché européennes (EMIR avec le reporting et la compensation, cadre renforcé du règlement-livraison).

Poursuite de la mise en place des modèles OTD Une autre conséquence de la crise pour les groupes bancaires est la mise en place progressive des nouveaux modèles (*Distribute-To-Originate*¹⁶² au Crédit Agricole SA ou encore OTD pour *Originate-To-Distribute* dans les groupes BNP Paribas, Société Générale et BPCE). A l'origine, ce modèle repose sur la titrisation et tire ce nom du modèle traditionnel de l'activité bancaire ou modèle *originate-to-hold* (principe de conservation des prêts au bilan des banques jusqu'à leur maturité).

Toutefois, la réactivation de ce modèle ne pourra se faire dans les mêmes conditions qu'avant la crise, du fait du durcissement des cadres réglementaires et prudentiels des investisseurs (assureurs, gestionnaires d'actifs et fonds de pension) comme des institutions émettrices (EMIR, Dodd Frank Act, taxes sur les transactions financières européenne et française, Bâle III et Solvabilité II). Dès lors, les investisseurs exigeront sans doute une collaboration basée sur la transparence de l'information sur les clients emprunteurs, les caractéristiques des actifs financés (avec notamment une conservation minimale des prêts

¹⁶¹ *Risk-Weighted Assets*.

¹⁶² L'idée étant de réfléchir aux solutions possibles de distribution de crédits avant leur origination.

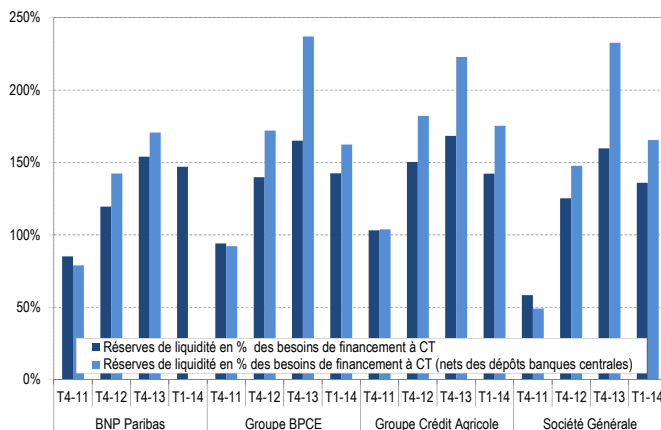
originés et structurés au sein des bilans et une standardisation des produits) et les risques pris, ce qui va dans le sens des recommandations du FSB et de l'IOSCO adoptées sur la titrisation dans le cadre de leurs travaux sur la finance parallèle.

Ce changement de modèle pourrait être source de risques (maîtriser les effets systémiques des transferts de portefeuilles, éviter les pertes de revenus dans un environnement de taux très faible, favoriser un ajustement des prix, prendre acte de la faible demande pour certains produits complexes et de la difficulté à « originer » certaines opérations au vu de la lenteur de la reprise de la titrisation, malgré différentes initiatives publiques ; concurrence d'acteurs non bancaires), mais également d'opportunités. Certains établissements pourraient, en effet, choisir de se spécialiser, réduisant les volumes sur d'autres activités, voire les supprimant, mais en générant une plus forte rentabilité des fonds propres alloués.

Amélioration de la structure de bilan

En 2013, comme en 2012, les banques ont renforcé la structure de leur bilan en poursuivant les cessions d'actifs¹⁶³ tout en augmentant leurs ressources stables par rapport à leurs emplois de long terme. Par ailleurs, toutes les grandes banques françaises affichent un excédent de liquidité significatif par rapport à leur besoin de refinancement à court terme. D'une part, les 4 principales banques françaises ont poursuivi la hausse de leurs réserves de liquidité (+14 % sur un an au premier trimestre 2014). D'autre part, elles ont réduit plus avant leur dette de court terme (-7 % par rapport à fin 2012, celle-ci passant de 548 milliards d'euros à 508 milliards d'euros fin 2013). De ce fait, elles disposent non seulement de réserves de liquidité importantes, mais leur résilience s'est renforcée. BNP Paribas possède d'un volant de liquidités important (262 milliards d'euros au 1^{er} trimestre 2014), qui représente plus d'un an de marge par rapport aux ressources de marché (*i.e.* 147 % des besoins de refinancement court terme), tandis que BPCE, Crédit Agricole et Société Générale détiennent respectivement des réserves de liquidité importantes (113 milliards d'euros, 246 milliards et 160 milliards) qui couvrent 142 %, 142 % et 136 % de leurs besoins de refinancement à court terme.

Graphique 89 : Réserves de liquidité / encours de refinancement de court-terme (en %)



Notes de lecture : Les réserves comprennent les dépôts banques centrales ainsi que les actifs disponibles éligibles auprès des banques centrales (après décote). Le Groupe Crédit Agricole intègre à 100 % les Caisses régionales (en revanche mise en équivalence à hauteur de 25 % dans CAsa)
Sources : Rapport des sociétés, calculs AMF.

Par ailleurs, les banques ont regagné un plein accès aux marchés, à des conditions extrêmement favorables, grâce à un environnement de taux historiquement faibles et une recherche de rentabilité de nombreux acteurs financiers. De ce fait, au sortir du 1^{er} trimestre,

¹⁶³ RBS estime que les cessions d'actifs se sont poursuivies mais se modèrent début 2014, avec en Europe, une contraction de 400 milliards d'euros en janvier et de 150 milliards en février et mars, contre 900 milliards en décembre 2013, pour partie expliqué par le contexte de revue des actifs de la BCE.

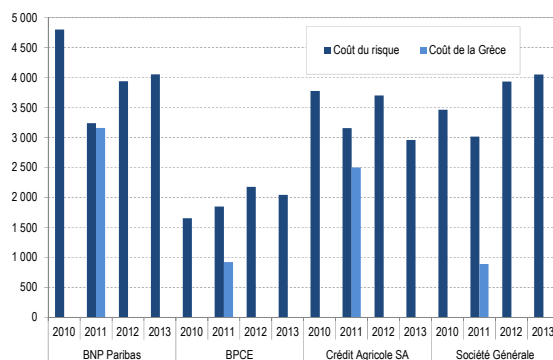
elles avaient déjà couvert une grande part de leurs programmes de refinancement à moyen et long terme prévu pour 2014 : les 4/5 dans le cas de BNP Paribas, 58 % pour BPCE, 45 % pour Crédit Agricole et Société Générale. En 2013, ces trois banques avaient déjà sur-réalisé leurs programmes de financement à moyen et long terme¹⁶⁴, ce qui leur a permis de prendre de l'avance sur leurs programmes 2014.

Des évolutions contrastées du coût du risque

Le taux d'encours dépréciés¹⁶⁵ des principaux groupes bancaires français a poursuivi sa hausse en 2013 (4,7 % fin 2013, contre 4,4 % fin 2012, selon l'ACPR¹⁶⁶) en raison d'un effet de ciseaux (baisse des encours sains, hausse des encours dépréciés touchant les grandes entreprises et la clientèle de détail dans une moindre mesure) impactant toutes les banques françaises. Au T1 2014, le Crédit Agricole affichait un taux de créances douteuses de 2,5 % sur son réseau national et de 3,8 % au niveau de CASA tandis que Société Générale et BNP Paribas affichaient des taux supérieurs, à respectivement 4,5 % et 4,3 % au niveau Groupe. Néanmoins, le taux d'encours dépréciés moyen français reste en deçà de la médiane européenne (légèrement supérieure à 6 % fin 2013)

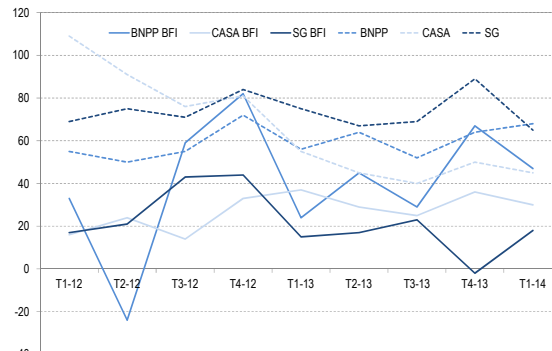
En moyenne, le coût du risque est resté stable, selon l'ACPR, en 2013, sensiblement plus élevé qu'avant la crise mais en net repli depuis son pic de 2009 (le coût du risque représentait 0,23 % du bilan en 2013, contre 0,41 % en 2009). Pour autant, une analyse plus granulaire du coût du risque à fin 2013 (Graphique 90) montre que, selon les *business models* des banques et leurs présences géographiques respectives, les évolutions sont contrastées, alors qu'en 2012, toutes avaient vu leur coût du risque s'accroître : d'une part, BNP Paribas et Société Générale ont vu leur coût du risque s'accroître modérément par rapport à 2012, sur fond de coûts du risque de leur banque de financement et d'investissement plus importants (découlant des métiers titres et de courtage), de provisions pour litiges et de sous-performances en Europe de l'Est ; d'autre part, Crédit Agricole et, dans une moindre mesure, BPCE ont vu leur coût du risque se réduire, reflétant le redressement modéré de l'environnement économique.

Graphique 90 : Coût du risque (en millions d'euros)



Sources : Communication financière des sociétés, calculs AMF.

Graphique 91 : Coût du risque sur encours de crédit BFI et Groupe (en points de base)



Sources : AMF, Communication financière des sociétés.

¹⁶⁴ Les taux de réalisation des programmes de financement à moyen et à long terme étaient en 2013 de 123 % pour BNP Paribas, de 153 % pour BPCE, de 129 % pour Crédit Agricole et de 144 % pour Société Générale.

¹⁶⁵ Défini comme le rapport entre les prêts et avances dépréciés bruts et la somme des prêts et avances non dépréciés et des prêts et avances dépréciés bruts.

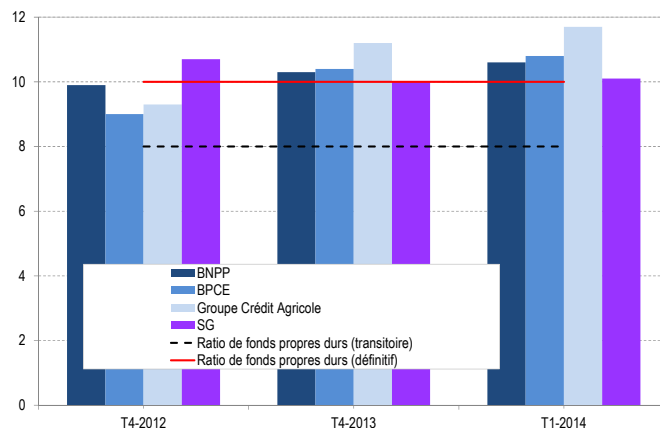
¹⁶⁶ La situation des grands groupes bancaires français à fin 2013, Analyses et Synthèses n° 29, ACPR, mai 2014.

Le périmètre couvert par cette étude couvre : BNP Paribas, BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel, La Banque Postale et Société Générale.

Le renforcement de la solvabilité se poursuit

Les banques françaises poursuivent le renforcement de leurs fonds propres avec un ratio *Common Equity Tier 1*¹⁶⁷ (CET1) moyen de 10,8 % à la fin du 1^{er} trimestre 2014, calculé selon les règles de Bâle 3 (CRD IV, le ratio entrant effectivement en vigueur en 2019 mais toutes les grandes banques le publient d'ores et déjà), en amélioration de 1,1 point depuis fin 2012. Cette progression résulte à la fois de la génération de résultat, mais aussi des actions entreprises par les banques qui ont conduit 1) à des cessions des lignes du portefeuille de crédit dans les activités de la BFI, 2) à l'optimisation des portefeuilles d'actifs gérés en extinction et 3) au renforcement de la base de capital en 2013-14 précédemment évoquée, en particulier de fonds propres durs bâlois. Ces premières estimations montrent que les objectifs fixés lors du lancement des plans d'adaptation sont déjà atteints ou dépassés : ce ratio CET1 atteint 10,6 % pour BNP Paribas, 10,8 % chez BPCE, 11,7 % pour le Crédit Agricole et 10,1 % pour Société Générale au 1^{er} trimestre 2014. Ces ratios doivent encore être analysés avec prudence, en particulier en termes de comparaison entre banques, vu que leur publication est faite sur la base du volontariat et sans harmonisation à ce stade.

Graphique 92 : Ratio de solvabilité (*Common Equity Tier One*, CET 1 full Bâle 3) (en %)



Sources : AMF, Rapport des sociétés.

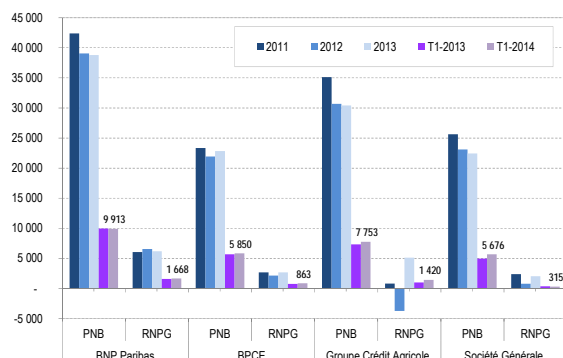
Une rentabilité sous pression, avec des BFI toujours sous pression

Malgré la conjoncture européenne peu porteuse quoiqu'en phase de normalisation, les revenus de cette industrie mature ont fait montre de résilience, s'inscrivant sur une tendance à la stabilisation, après une forte chute en 2012. Divers facteurs y ont contribué, essentiellement la bonne tenue de l'activité de banque de détail (avec le dynamisme des réseaux commerciaux domestiques, sur fond de croissance significative des dépôts, de baisse des encours de crédit en raison d'une demande déprimée¹⁶⁸, de taux bas et d'effets de change, complétés par un développement commercial ciblé dans des pays à fort potentiel ainsi que par un redressement très progressif en Europe périphérique, comme en Italie ou en Europe de l'Est et en Turquie) (Graphique 93 et Graphique 94), même si des provisions plus importantes ont été passées en particulier en anticipation de l'exercice de revue des bilans bancaires de la BCE.

¹⁶⁷ Le CET 1 bâlois désigne les fonds propres de base de meilleure qualité (capital social, primes d'émission associées, réserves, résultats non distribués et le fonds pour risques bancaires généraux).

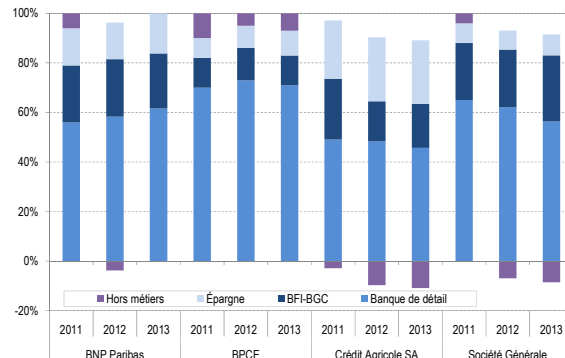
¹⁶⁸ Ce qui se traduit par une baisse modérée du ratio de crédits sur dépôts en 2013, en moyenne de 116 % en 2013 selon l'ACPR, soit légèrement plus que la médiane européenne (112 %).

Graphique 93 : Produit Net Bancaire et Résultat Net Part du Groupe
(en millions d'euros)



Sources : AMF, Rapports des sociétés.

Graphique 94 : Produit Net Bancaire par activités
(en %)



Sources : AMF, Rapports des sociétés.

Les revenus dégagés par les BFI se sont significativement contractés, dans un contexte peu porteur des métiers titres (obligataire en particulier mais également taux, change et matières premières), avec des rendements historiquement faibles, et de courtage. Ce contexte est donc particulièrement pénalisant pour les banques françaises universelles puisqu'il convient de rappeler, à la suite des *Key risk indicators* de l'EBA¹⁶⁹, que ces dernières tirent une plus grande part de leurs revenus des commissions que des marges d'intermédiation (50 % en France, contre une médiane de 60 % en moyenne en Europe).

Pour autant, il convient de noter depuis 2013 un certain regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs à la recherche de rendement, se traduisant par de meilleures performances des métiers actions, trésorerie et titrisation. La BFI poursuit donc sa transformation vers un modèle davantage centré sur ses clients, avec un profil de risque mieux maîtrisé et une consommation de ressources rares plus limitée. Malgré tout, mis à part BNP Paribas qui a dû passer une provision exceptionnelle en Europe de l'Est, les résultats nets des grandes banques françaises sont ressortis à la hausse en 2013. Les plans de réduction engagés commencent donc à porter leurs fruits, tandis que la réorientation des activités devrait se poursuivre au cours des prochaines années.

Défis et opportunités pour les banques

Les résultats des banques sont donc solides, sur fond de poursuite des ajustements structurels de leurs *business models* et de programmes massifs d'économies et d'optimisation. Par ailleurs, les banques françaises ont réduit plus avant leurs risques de *trading* et de solvabilité, se désengageant d'activités risquées et intensives en capital, en lançant des vagues successives de recapitalisation et en accroissant leurs dotations aux provisions. Pour autant, un certain nombre de risques, représentant également des opportunités de croissance à plus long terme, pourraient repousser dans le temps le redressement de la rentabilité s'ils venaient à se matérialiser.

- Tout d'abord, des risques de marché, et en particulier de taux, pèseront sur les performances des banques, lorsque la normalisation des politiques monétaires se matérialisera. Une étude de S&P¹⁷⁰ portant sur le risque de *trading* des 15 principales banques européennes (dont BNP Paribas et Société Générale, pour lesquelles le poids des activités de *trading* est inférieur à la moyenne de l'échantillon) a montré que ce risque reste significatif et pourrait déstabiliser les banques qui ne le gèrent pas correctement. Pour autant, l'agence note une contraction des encours d'actifs de niveau 3 (*i.e.* les moins liquides et donc les plus difficiles à valoriser), une moindre volatilité des revenus de *trading* quotidiens, une contraction du nombre de jours affichant des pertes de *trading* ou des dépassements de limites de VaR et de moindres

¹⁶⁹ Risk assessment of the European banking system, Risk dashboard Q1 2014, EBA

¹⁷⁰ Delving deeper into global trading banks' risks and rewards: a study of public disclosure, S&P Ratings, mai 2014

exceptions de *back testing*. Il convient de noter qu'une initiative du BCBS est en cours afin d'encadrer davantage le risque de taux.

- De la même manière que pour certains marchés (matières premières, taux), les groupes bancaires globaux sont exposés à un fort risque politique, d'autant plus que leur présence géographique est concentrée sur certaines zones géographiques ou pays corrélés entre eux. On a par exemple vu, au cours des deux derniers trimestres, une forte hausse du coût du risque pour les banques exposées à l'Ukraine et à la Russie¹⁷¹, poussant à la hausse les provisionnements, ce qui introduit de la volatilité dans les résultats (en particulier sur les activités obligataires, le change et les matières premières) et peut affecter les ratios de solvabilité. En parallèle, il convient de noter une détente favorable sur le risque pesant sur l'Europe périphérique, avec la sortie des plans d'aide en faveur de l'Irlande puis du Portugal en 2014 et une certaine reprise de l'activité.
- Les banques sont exposées à des enjeux réglementaires, avec des exigences prudentielles fortes visant à renforcer la capacité des banques à absorber des pertes (*via* des ratios de liquidité à court et long terme et de levier, etc.) et la résilience du système mais qui pourraient, à court terme, influencer l'offre de crédit¹⁷² en particulier à destination des PME. L'exercice d'AQR, étant une transition nécessaire mais sans équivalent, est en effet un facteur d'incertitudes pour les banques dans l'attente des conclusions de la BCE, tandis que la mise en place du MSU ne sera qu'une étape vers moins de fragmentation financière en zone euro. Néanmoins, une étude de PWC¹⁷³, portant sur 24 banques début 2014, a montré que de rares changements dans leurs plans d'affaires sont attendus en réponse aux résultats du *stress test* de la BCE. La principale charge restera aux États afin de redresser leurs finances publiques, sans pour autant miner les perspectives d'activité, afin de distendre le lien entre les risques bancaire et souverain. Or, le poids des banques dans le financement de l'économie est plus fort en Europe qu'aux États-Unis¹⁷⁴.
- Il convient également de mentionner la question de l'offre de collatéral de qualité. Plusieurs facteurs contribuent à une hausse de la demande de collatéral de qualité : le ratio de liquidité de court terme bâlois (LCR), qui encourage les banques à garder à leur bilan une grande quantité d'actifs très liquides (pondérés à 0 %), et EMIR orientant les dérivés de gré à gré (OTC) éligibles vers des chambres de compensation, poussant à la hausse la collatéralisation et les appels de marge, tandis que les travaux du FSB en cours sur les opérations de financement sur titres vont aller dans le même sens. Or, l'offre de collatéral souverain de meilleure qualité s'est considérablement réduite, à la suite des révisions à la baisse des notations souveraines des pays du cœur de l'Europe, au vu de leurs finances publiques fragilisées et des perspectives de croissance. En outre, plus généralement, la crise des dettes souveraines invite également à s'interroger sur la notion d'« actif sans risque », se référant traditionnellement aux obligations souveraines les mieux notées. Il sera important que les régulateurs s'interrogent sur le rationnel d'une pondération nulle pour le collatéral souverain, comme actuellement dans le cadre bâlois.
- Enfin, il convient de mentionner un risque juridique plus fort, au vu du durcissement des positions de plusieurs régulateurs, ainsi que des sanctions consécutives, tirant les

¹⁷¹ Par exemple, Société Générale a dû revoir à la baisse son objectif de rendement des capitaux propres (10 % en 2016, contre 15 % en 2015 précédemment), en raison de sa forte exposition au pays.

¹⁷² L'encours de crédit au secteur privé croît faiblement en France (+1 % sur un an en nominal en avril 2014, selon la Banque de France) mais sensiblement plus qu'en zone euro où, selon la BCE, les encours de crédit aux sociétés non-financières se contractaient de 3 % sur un an au 1^{er} trimestre 2014 tandis que ceux aux ménages stagnaient.

¹⁷³ *Passing the stress test, PWC survey on regulatory stress testing in banks*, PWC, janvier 2014

¹⁷⁴ Le Conseil scientifique du Conseil Européen du Risque Systémique (ESRB), rattaché à la BCE, parle même dans son rapport de juin 2014 (*Is Europe overbanked?*) d'une hypertrophie bancaire européenne au vu de la bien plus forte progression de la taille des bilans bancaires entre 1995 et 2011 que celle de la richesse des ménages, à partir d'un échantillon d'une cinquantaine de banques. L'ESRB va plus loin en envisageant une contribution nulle voire négative du secteur bancaire à la croissance, en raison du volume excessif de crédits bancaires, du poids des prêts immobiliers aux ménages, du détournement de jeunes diplômés d'autres industries, etc. Selon l'institution, cela résulterait du modèle de banques universelles, du soutien des États, de la volonté de créer des champions nationaux, etc.

leçons de la crise passée. Cela se traduit par une multiplication des procédures judiciaires, un développement de la justice transactionnelle et une progression des provisions pour litiges.

Encadré 14 : La réforme des indices de référence (*benchmarks*)

À la suite des révélations de manipulations présumées de certains indices servant de référence à des instruments financiers, l'OICV a publié, en juillet 2013, une série de principes devant guider la conception et la fourniture des indices de référence. Endossés par le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) puis par le G20 lors du Sommet de Saint-Petersbourg de septembre 2013, ces principes couvrent quatre domaines : la gouvernance de l'administrateur de l'indice, la qualité de l'indice, la qualité de la méthodologie qui sous-tend l'indice et les questions de responsabilité de l'administrateur de l'indice. En Europe, l'Autorité européenne des marchés financiers (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) et l'Autorité bancaire européenne (*European Banking Authority*, EBA) ont également publié, en juin 2013, des principes élaborés en coordination avec les autorités nationales, destinés à constituer un cadre de référence européen jusqu'à l'entrée en vigueur d'un cadre législatif. A cet égard, la Commission européenne a publié, le 18 septembre 2013, une proposition de règlement visant à renforcer l'intégrité des indices de référence. Cette initiative est venue compléter la proposition faite par la Commission européenne en 2012 d'amender les textes européens sur les abus de marché visant à réprimer les manipulations d'indices financiers. En France, la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires a également étendu les sanctions pénales et administratives à la manipulation d'un indice financier.

Les manipulations présumées révélées depuis 2012 ainsi que les travaux entrepris depuis au niveau international ont conduit à identifier différents types de risques qui peuvent se matérialiser lors de la construction, du calcul, de la fourniture ou de l'utilisation des indices de référence :

- ▶ **Risque pesant sur l'intégrité des indices de référence** : faute d'une gouvernance et de procédures de contrôles adaptées à chacune des étapes de la construction, du calcul et de la fourniture des indices de référence, leur intégrité peut être remise en cause en cas d'erreurs, de conflits d'intérêt ou si des opportunités de manipulation existent lors de la contribution des données sous-jacentes aux indices, notamment si celles-ci sont partielles ou biaisées, ou bien lors de l'agrégation de ces données lors du calcul des indices de référence.
- ▶ **Risque pesant sur la fiabilité ou la qualité des indices de référence** : la question se pose de la représentativité des indices de référence au regard des marchés sous-jacents qu'ils sont censés mesurer. Cela conduit à favoriser le recours aux données issues de transactions et à encadrer le recours au jugement d'expert en l'absence de données de transactions suffisantes. D'un point de vue méthodologique, l'origine des données et les méthodes de calcul des indices de référence doivent être à même de rendre compte de manière pertinente de l'état des marchés sous-jacents, ce qui peut s'avérer particulièrement difficile en cas de volatilité extrême ou d'activité fortement réduite voire temporairement inexistante sur certains marchés.
- ▶ **Risque de discontinuité dans la fourniture des indices de référence** : la discontinuité d'un indice de référence constitue un risque d'autant plus important que l'indice est largement référencé par des instruments financiers. Outre les discontinuités liées à des problèmes opérationnels, un tel risque peut également résulter soit d'une insuffisance des contributeurs de données nécessaires au calcul de l'indice, par exemple en cas de retraits de contributeurs d'un panel, soit de l'absence de transactions engendrant l'indisponibilité momentanée ou durable des données nécessaires au calcul de l'indice.
- ▶ **Risque juridique** : en cas de survenance d'événements menaçant la continuité d'un indice de référence, la modification des caractéristiques de l'indice ou son remplacement par un indice de substitution pose un risque juridique lié à la continuité des instruments financiers qui référencent l'indice.

Bien que certains points méritent une attention particulière dans le cadre des négociations au Parlement européen et au Conseil, la proposition de règlement publiée par la Commission européenne constitue une réelle avancée dans la réglementation et la supervision européennes des indices de référence, en lien avec les principes développés au plan international. À ce titre, elle devrait contribuer à renforcer l'intégrité des indices de référence et permettre de mieux encadrer les risques identifiés.

Enfin, s'agissant plus particulièrement des indices de taux interbancaires, plusieurs travaux sont en cours qui visent à étudier la faisabilité de créer des indices de référence alternatifs respectant les principes développés au plan international et s'appuyant de façon privilégiée sur des données de transactions. Si l'aboutissement de ces travaux ne peut à ce stade être anticipé, il est possible qu'à terme plusieurs indices de taux interbancaires co-existent.

2.8. Synthèse du Chapitre 2

Au cours de l'année écoulée, il a été observé une stabilisation de certaines évolutions déjà observées les années précédentes :

- ▶ La fragmentation des principaux marchés actions européens se maintient à un niveau historiquement haut ;
- ▶ La part du *dark trading* sur actions a connu en 2013 une augmentation en ligne avec celles des années précédentes sur les marchés européens ;
- ▶ L'incidence du HFT sur les marchés actions semble également s'être stabilisée, même s'il faut en souligner la volatilité des parts de marché ainsi que la difficulté à isoler les acteurs HFT « purs » ;
- ▶ La consolidation capitalistique tendancielle des marchés boursiers s'est poursuivie avec notamment la finalisation du rachat de NYSE Euronext par ICE ;
- ▶ Au niveau français, les effets de la taxe sur les transactions financières françaises sur les acteurs, notamment les fournisseurs de liquidité, semblent avoir été absorbés.

Par ailleurs, certaines évolutions plus marquées sont à relever en 2013 :

- ▶ De nombreux acteurs poursuivent leur efforts afin d'optimiser leur *business model*, en partie en anticipation des normes réglementaires en cours de finalisation. Ce constat concerne notamment la gestion du coût des expositions en dérivés ou les pratiques de transformation du collatéral ;
- ▶ Sur les marchés de produits dérivés, les statistiques de l'ISDA indiquent une croissance forte et récente du recours à la compensation centrale ainsi qu'à la collatéralisation des transactions de gré-à-gré. Pour autant, la migration des activités sur dérivés vers des plateformes organisées reste relativement limitée ;
- ▶ Concernant le financement des banques, les émissions de dettes hybrides, en particulier des CoCos, éligibles aux ratios bâlois, rencontrent une forte demande depuis mi-2013 et permettent aux banques de diversifier leur base d'investisseurs.

Si la pérennité de ces évolutions reste sujette à caution, les derniers mois écoulés ont vu un certain nombre d'incertitudes liées aux évolutions réglementaires levées avec les avancements significatifs apportés à plusieurs chantiers de réforme :

- ▶ L'adoption du texte de niveau I de la directive MIF révisée qui comporte des avancées significatives en matière de fragmentation des marchés, de transparence, d'encadrement de l'activité des HFT et de protection des investisseurs. Les régulateurs doivent désormais calibrer finement les mesures de niveau 2 afin de garantir une application effective des principes de la réforme.
- ▶ Sur les marchés dérivés, une première série d'obligations au titre d'EMIR sont d'ores et déjà en vigueur concernant notamment la gestion des différends et la compression des portefeuilles et l'obligation de déclaration à un référentiel central. Dans ce cadre, plusieurs points importants sont amenés à être précisés dans les mois à venir, en particulier concernant la convergence des réglementations entre juridictions et le calibrage des marges sur les dérivés de gré-à-gré.
- ▶ La mise en place progressive depuis fin 2013 de l'Union bancaire, avec la BCE comme garant de la solidité des banques devrait permettre de réduire le lien entre les banques et les souverains ainsi que de mieux protéger les épargnants, avec des cadres de redressement et de résolution. Cela sera une condition au redémarrage du financement de croissance.
- ▶ Enfin, les réformes de structures initiées au sortir de la crise avec le rapport Liikanen se poursuivent mais le calendrier européen a été ralenti par les échéances électorales.

Au regard de ces évolutions, plusieurs sources de risques sur les marchés financiers doivent être soulignées :

- ▶ La transparence de certains segments de marché et de certaines activités reste incomplète ou problématique. Les chaînes d'intermédiation du collatéral, notamment, restent relativement opaques, si bien que les implications d'un choc sur la valeur des actifs en termes de stabilité financière ainsi que les réponses possibles des acteurs restent très difficiles à appréhender pour les régulateurs comme pour les acteurs ;
- ▶ La croissance modérée mais continue du *dark trading* exerce des effets de débordement sur les marchés transparents, dont les études existantes suggèrent qu'ils sont fortement non linéaires. L'impact de ce type de négociation sur la liquidité agrégée et plus généralement la qualité de marché dans son ensemble doit donc faire l'objet d'un suivi continu. En particulier, les détails du calibrage des mesures d'exemption à la transparence pré-négociation sur les marchés actions à venir dans les standards techniques de MiFID II devront garantir une limitation du recours au *dark trading* aux transactions de taille significative ;
- ▶ Le périmètre d'action du HFT pourrait fortement évoluer parallèlement aux évolutions réglementaires. D'une part, les dispositions de MIF II portent un encadrement général de leur activité. D'autre part, sur les marchés de dérivés, les tendances à la standardisation et surtout à la migration vers des carnets d'ordres électroniques, si elles venaient à s'approfondir, constituent des évolutions plutôt favorables à une pénétration plus profonde de ces marchés par les HFT. Il conviendra de faire lever sur les mesures améliorant la transparence pré- et post-négociation sur ces marchés afin de surveiller l'évolution de l'activité HFT et d'en analyser les implications ;
- ▶ Selon ses modalités définitives, encore incertaines, la mise en œuvre à l'échelle des pays parties prenantes à la procédure de coopération renforcée de la taxation des transactions financières pourrait remettre cause le fonctionnement voire la pérennité de certains activités de couverture et de tenue de marché, et impacter fortement certains segments de marché, notamment le *repo* ;
- ▶ L'organisation à terme de l'industrie du post-marché, dont les métiers se trouvent transformés du fait des évolutions réglementaires, constitue un point d'incertitude. Les régulateurs doivent à ce titre promouvoir des *business models* permettant à la concurrence entre offreurs de service de s'exercer équitablement sans aboutir pour autant à fragmenter la liquidité ;
- ▶ Les risques opérationnels dans les infrastructures de post-marché appellent une gestion des risques renforcée. Les infrastructures de post-marché, et en particulier les CCP, constituent en effet dans le nouveau contexte réglementaire des points de concentration des risques. Si le caractère systémique de ces acteurs ne fait pas de doute, il conviendra de veiller à prévenir la constitution d'acteurs « *too-big-to-fail* » ou « *too-interconnected-to-fail* ».
- ▶ De manière plus générale, les intermédiaires de marché sont exposés à une palette de risques variés (allant de risques de marché et de taux, à des risques politiques plus forts dans un contexte international tendu), en passant par des exigences renforcées auxquelles elles font face (entre autres prudentielles) ou des risques juridiques croissants, se traduisant par une certaine inflation des provisionnements pour litiges.

CHAPITRE 3 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

Ce chapitre est consacré à l'épargne financière des ménages¹⁷⁵ en France. Il décrit les principales tendances de la dynamique des placements financiers nets des ménages et de la structure de leur patrimoine, afin de les mettre en perspective avec celles observées au niveau international et d'identifier les principaux risques qu'encourent les épargnants. En amont, il offre une vue d'ensemble synthétique de l'épargne financière des ménages¹⁷⁶ retraçant l'évolution des taux d'épargne, précisant la place de l'épargne financière dans le patrimoine économique des ménages et retraçant l'évolution de la structure du patrimoine financier net des ménages au cours des dix dernières années.

Avant d'identifier les risques financiers portés par les ménages via leur épargne financière, les principales évolutions des flux et encours financiers nets des ménages sont présentées. Les mouvements sur les flux sont analysés préalablement aux mouvements des encours financiers afin d'identifier les dynamiques propres au comportement d'épargne des ménages, sans interférence de phénomènes de valorisation, qui interviennent dans l'analyse de la structure des encours financiers.

Les risques financiers portés par les ménages sont ensuite appréciés globalement à l'aide de deux évaluations de l'exposition au risque de perte en capital de leur patrimoine financier, la seconde évaluation reposant sur une décomposition des chaînes d'intermédiation intervenant dans la gestion de patrimoine. Cette appréciation globale des risques financiers est ensuite complétée par une série de zooms sur des produits ou activités sources de risques potentiels, tels que l'offre de produits structurés proposés aux particuliers, l'activité des conseillers en investissements financiers et les activités publicitaires pour des produits spéculatifs.

Du taux d'épargne au patrimoine financier des ménages

Les flux épargnés par les ménages sont constitués de la part non consommée de leur revenu disponible brut (RDB)¹⁷⁷. L'épargne des ménages découle de ce fait du produit intérieur brut (PIB). Toutefois, sa dynamique ne réplique pas simplement celle de l'activité économique. L'arbitrage entre la consommation et l'épargne permet, dans certaines proportions, d'atténuer l'influence des variations du PIB, tandis que d'autres facteurs (prévoyance, précaution, transmission...) en influencent la valeur. En 2013, les ménages ont épargné 212 milliards d'euros sur les 1 396 milliards d'euros perçus en RDB issus des 2 061 milliards d'euros atteint par le PIB (en base 2005)¹⁷⁸.

Confrontés depuis 2007 à un environnement économique difficile, les ménages ont arbitré en faveur de l'épargne, suivant un motif de précaution : leur taux d'épargne brut¹⁷⁹ s'est

¹⁷⁵ Sauf mention contraire, la catégorie des ménages désigne les particuliers, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM) qui produisent des biens et services non marchands au profit des ménages.

¹⁷⁶ Ce chapitre ne traite pas de la distribution du patrimoine au sein de la population, contrairement à Arrondel *et al.* (2012) et (2013).

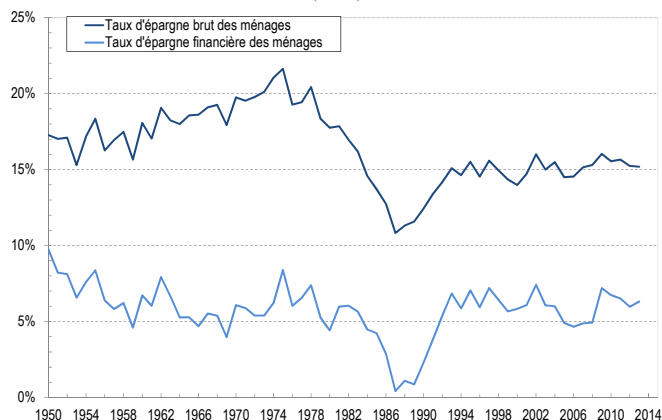
¹⁷⁷ Le revenu disponible brut (RDB) des ménages est la part de leur revenu disponible pour la consommation et l'épargne, une fois déduits les prélèvements sociaux et fiscaux.

¹⁷⁸ Le PIB s'élève en 2013 à 2 113,7 milliards d'euros en base 2010 (Besson *et al.* (2014)). Voir également Encadré 15.

¹⁷⁹ Le taux d'épargne des ménages, également qualifié de taux d'épargne brut, est le rapport entre leur épargne et leur RDB tandis que le taux d'épargne financière des ménages est le rapport au RDB du solde net des acquisitions d'actifs financiers et de la variation de l'endettement, également qualifiée de solde des flux des créances et des dettes. Le taux d'épargne financière peut également être calculé à partir des comptes non financiers, auquel cas il est égal au rapport de la capacité de financement des ménages au RDB. La capacité de financement des ménages est égale à l'épargne augmentée des transferts nets en capital et diminuée des dépenses faites à des fins d'accumulation (notamment des actifs non financiers tels que les logements et terrains).

accru, passant de 14,5 % en 2006 à 16 % en 2009¹⁸⁰. Depuis, à l'exception de 2011, il présente une légère tendance à la baisse (Graphique 95) : entre 2011 et 2012 il a perdu 0,5 point pour s'établir à 15,2 %. Au-delà de son apparente stagnation en rythme annuel en 2013, cette tendance à la baisse semble s'être renforcée fin 2013, le taux d'épargne brut des ménages s'étant replié à 14,7 % au dernier trimestre 2013 (Tableau 11).

Graphique 95 : Taux d'épargne brut et taux d'épargne financière des ménages (en %)



Sources : Insee, calculs AMF.

Bien que légèrement inférieur à celui observé en l'Allemagne (16,4 %) en 2012, le taux d'épargne brut des ménages français demeure néanmoins relativement élevé tant au regard des années antérieures que des taux d'épargne observés en 2012 au Royaume-Uni (7,3 %) et dans la zone euro (13 %) (Eurostat (2014))¹⁸¹.

Tableau 11 : Taux d'épargne des ménages (en %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013 T1	2013 T2	2013 T3	2013 T4
Ménages hors ISBLSM												
Taux d'épargne brut	14,8	15,5	15,6	16,4	15,9	16,1	15,6	15,6	15,7	15,9	15,7	15,2
Taux d'épargne financière	4,8	5,1	5,0	7,4	7,0	6,8	6,2	6,6	6,5	6,9	6,8	6,2
Ménages y compris ISBLSM												
Taux d'épargne brut	14,5	15,1	15,3	16,0	15,6	15,7	15,2	15,2	15,3	15,4	15,3	14,7
Taux d'épargne financière	4,7	4,9	4,9	7,2	6,7	6,5	6,0	6,3	6,2	6,6	6,5	5,9

Note : La catégorie des ménages inclut les entrepreneurs individuels.

Sources : AMF, Insee, Comptes nationaux trimestriels, base 2005, données du 31/04/2014.

Fin 2012¹⁸² le patrimoine économique des ménages (Tableau 12) s'élevait à 10 473 milliards d'euros soit 7,6 fois le RDB¹⁸³. La croissance du patrimoine économique des ménages a fortement ralenti depuis 2010 : son taux de croissance annuel a en effet diminué de 7,9 % en 2010 à 1,6 % en 2012. Ce ralentissement résulte de la quasi-

¹⁸⁰ Par le passé, à l'exception de 1953 et 1959, le taux d'épargne brut des ménages ISBLSM inclus a été supérieur à 16 % de 1949 à 1982, atteignant un pic à 21,6 % en 1975 (Graphique 95).

¹⁸¹ Le taux d'épargne de la zone euro s'est maintenu à 13 % en 2013 : il a poursuivi sa remontée en Italie, est demeuré stable en Allemagne tandis que des nouvelles diminutions sont enregistrées au Royaume-Uni et en Espagne (Eurostat (2014)).

Aux États-Unis, seul le taux d'épargne financière des ménages est disponible. Il s'élève à 5,6 % en 2012 et à 4,5 % en 2013 selon les comptes nationaux (*National Income and Product Accounts*) publiés par le Bureau of Economic Analysis (2014) en avril. Voir également Arce *et al.* (2013) concernant l'épargne financière des ménages espagnols.

¹⁸² Les données relatives aux actifs non financiers des ménages de 2013 étant attendues fin 2014, le patrimoine économique des ménages est décrit pour l'année 2012.

¹⁸³ À l'exception de 2001, le rapport entre le patrimoine économique et le revenu disponible brut des ménages a progressivement augmenté de 1996 à 2007, passant de 4,5 à 7,6. Après deux années de baisse en 2008 et 2009, ce ratio s'est fortement redressé en 2010, poursuivant depuis sa progression à un rythme néanmoins plus faible (1 % en 2011 et 2012 contre 6 % en 2010).

stagnation du patrimoine non financier (-0,3 % en 2012) qui compte tenu de son importance dans la composition du patrimoine économique des ménages en a freiné la croissance, en dépit de la forte croissance de leur patrimoine financier (7,4 % en 2012). Fin 2012, le patrimoine économique des ménages était en effet composé à 73 % d'actifs non financiers et à 27 % d'actifs financiers.

Les actifs non financiers, ou formation brute de capital fixe (FBCF), épargnés par les ménages, sont constitués de leurs investissements : achat de logements ou terrains, réparations importantes d'un logement, machines et équipements. Au sein de ceux-ci, le patrimoine immobilier des ménages a fortement progressé ces dernières années, passant de 55 % en 1996 à 69 % de leur patrimoine économique en 2012, notamment du fait de phénomènes de valorisation (effet prix) induits notamment par le déséquilibre persistant entre l'offre et la demande de logements.

La stagnation du patrimoine non financier observée en 2012 résulte de celle du patrimoine en logements et terrains bâtis (-0,2 % en 2012), induite par un ralentissement des mises en chantier de logements neufs et le retournement des prix immobiliers dans l'ancien en 2012 (Bachelier et Mauro (2013)). Cette baisse de l'activité immobilière transparaît également dans la moindre progression des crédits bancaires (2,1 % en 2012 après 5,2 % en 2011) figurant au passif des comptes financiers ménages (Tableau 12 et Graphique 97).

Suite à la crise financière, la répartition de l'épargne entre actifs non financiers et financiers s'est déformée en faveur de l'épargne financière : le taux d'épargne financière est passé de 4,9 % à 7,2 % entre 2008 et 2009. Depuis, ce taux tend à diminuer mais il demeure proche de 6,3 % en moyenne sur l'année 2013 (Tableau 11).

Tableau 12 : Évolution et structure des patrimoines économique et financier des ménages

	2012		2013	Évolution			
	en milliards d'euros	en %	en milliards d'euros	2002-06 moy. / an en %	2007-12 moy. / an en %	11-12 en %	12-13 en %
Actifs non financiers (ANF), dont :	7 697	73	nd	14,4	2,1	-0,3	nd
Constructions et terrains, dont :	7 175	69	nd	15,2	2,1	-0,2	nd
Logements	3 611	34	nd	7,1	4,2	2,8	na
Terrains bâtis	3 410	33	nd	26,1	0,1	-3,4	na
Actifs financiers (AF), dont :	4 234	40	4 429	8,2	2,8	5,1	4,6
Numéraires et dépôts	1 274	12	1 306	3,5	3,9	4,7	2,5
Titres de dette hors actions	66	1	60	-6,6	1,7	10,4	-9,1
Crédits	32	0,3	32	3,9	8,4	2,0	0,4
Actions et titres d'OPC, dont :	985	9	1 082	12,8	-2,2	11,0	9,8
Actions, dont :	694	7	782	16,2	-2,3	11,8	12,7
Actions cotées	145	1	172	16,6	-7,3	11,0	17,9
Actions non cotées	355	3	417	17,0	-3,4	14,3	17,3
Autres participations	193	2	193	13,3	6,2	8,2	0,4
Titres d'OPC, dont :	291	3	300	6,8	-1,8	9,1	3,0
Titres d'OPC monétaires	23	0,2	18	-1,4	-17,3	-26,1	-23,8
Titres d'OPC non monétaires	268	3	282	8,5	0,7	13,6	5,3
Provisions techniques d'assurance, dont :	1 573	15	1 637	10,1	4,1	3,2	4,1
Assurance vie et fonds de pension	1 476	14	1 538	10,4	4,8	3,1	4,2
Autres comptes à recevoir	304	3	312	8,4	12,2	-1,7	2,5
Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)	11 931	114	-	12,0	2,3	1,5	-
Passifs financiers (PF), dont :	1 458	14	1 471	9,0	5,9	1,0	0,9
Numéraires et dépôts	-	-	-	-	-	-	-
Titres de dette hors actions	-	-	-	-	-	-	-
Crédits	1 153	11	1 180	9,6	4,9	2,1	2,3
Actions et titres d'OPC	8	0,1	8	4,9	4,2	5,2	4,9
Provisions techniques d'assurance	-	-	-	-	-	-	-
Autres comptes à payer	297	3	283	6,6	10,4	-3,2	-4,9
Patrimoine financier net = (AF) - (PF)	2 776	27	2 958	7,8	1,4	7,4	6,6
Patrimoine économique = (A) - (PF)	10 473	100	nd	12,3	1,9	1,6	nd

Note de lecture : "-" indique un actif non détenu et "nd" signifie "non disponible" à la date de rédaction.

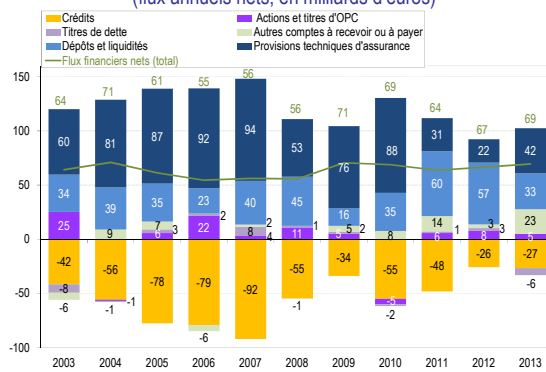
Calculs : AMF.

Sources : Insee pour les actifs non financiers et Banque de France, comptes nationaux, base 2005 (données révisées le 25/04/2014) pour les actifs financiers.

Le patrimoine financier ou épargne financière nette des ménages, d'une valeur de 2 958 milliards d'euros en 2013, résulte de la différence entre les actifs (4 429 milliards d'euros) et les passifs financiers (1 471 milliards d'euros) qu'ils détiennent. Ce patrimoine a fortement augmenté tant en 2013 (+6,6 %) qu'en 2012 (+7,4 %) engendrant un net rebond de l'épargne financière après une baisse de -3,2 %¹⁸⁴ enregistrée en 2011 (Tableau 12 et Graphique 97).

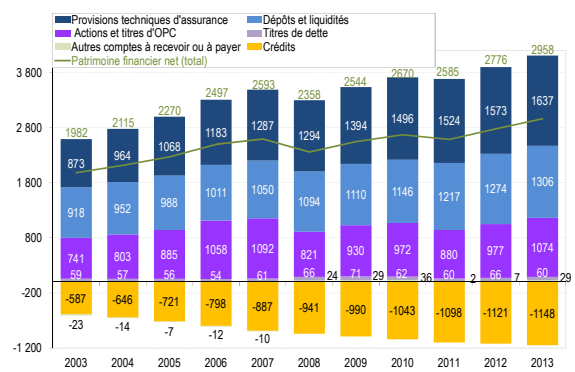
Cette dynamique provient principalement d'un effet de valorisation des actifs financiers¹⁸⁵ et non d'une augmentation des flux épargnés. En effet, bien que les flux nets annuels épargnés par les ménages soient en hausse ces deux dernières années, passant de 64 milliards d'euros en 2011 à 69 milliards d'euros 2013, cette amélioration résulte en partie de la baisse des nouveaux crédits contractés : ceux-ci ont diminué passant de 48 milliards d'euros en 2011 à 27 milliards d'euros en 2013 (Graphique 96). En recentrant l'attention sur les principaux flux financiers nets détenus par les ménages (Graphique 98), l'affaiblissement des flux épargnés apparaît clairement : depuis 2011 ceux-ci ont diminué passant de 96 milliards d'euros à 71 milliards d'euros en 2013.

Graphique 96 : Placements financiers nets des ménages (flux annuels nets, en milliards d'euros)



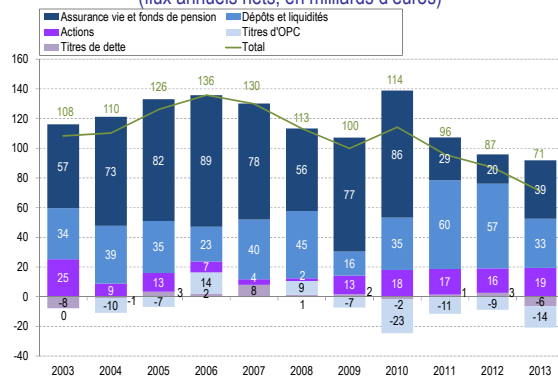
Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Graphique 97 : Patrimoine financier net des ménages (encours annuels nets, en milliards d'euros)



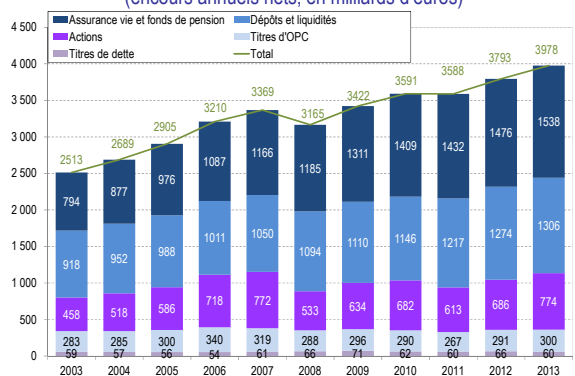
Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Graphique 98 : Principaux placements financiers nets des ménages (flux annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Graphique 99 : Principaux encours financiers nets des ménages (encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

¹⁸⁴ L'épargne financière des ménages s'élevait en 2011 à 2 585 milliards d'euros, après 2 670 milliards d'euros en 2010, soit une baisse de -3,2 %.

¹⁸⁵ Après une baisse de 17 % en 2011, l'indice du CAC 40 a progressé de plus de 15 % en 2012 et de près de 18 % en 2013.

En dépit des relèvements des taux d'épargne brut et financière, l'expansion du patrimoine financier net des ménages entre 2007 et 2012 a ralenti: après avoir évolué au rythme annuel moyen de 7,8 % sur la période 2002 et 2006, sa croissance annuelle moyenne n'est plus que de 1,4 % sur 2007-2012 (Tableau 12).

Si, contrairement aux ménages américains et espagnols¹⁸⁶, les ménages français n'ont pas réduit leur endettement, le taux de croissance de leurs crédits bancaires, essentiellement consacrés au financement d'acquisitions immobilières, a ralenti en 2013 et en 2012 de respectivement 2,3 % et 2,1 % contre 5 % en 2009, 2010 et 2011 (Tableau 12). Au total, l'évolution du patrimoine financier des ménages laisse clairement percevoir la dynamique croissante de leur endettement qui s'élevait en 2013 à 1 148 milliards d'euros (Graphique 97), soit 39 % de leur patrimoine financier et 82,2 % de leur RDB¹⁸⁷ contre 66,8 % du RDB en 2006 et 52,9 % du RDB en 2002. La vulnérabilité globale des ménages aux risques économiques et financiers s'est ainsi accrue¹⁸⁸.

Afin d'identifier les risques financiers de perte en capital portés par les ménages par l'intermédiaire de leur épargne financière, il convient désormais de se concentrer sur les principaux flux et encours financiers nets des ménages (Encadré 15). Les mouvements sur les flux sont analysés préalablement aux mouvements des encours financiers afin d'identifier les dynamiques propres à leur comportement d'épargne, sans interférence de phénomènes de valorisation, qui interviennent dans l'analyse de la structure des encours financiers.

Encadré 15 : Données et choix méthodologiques

1/ Des données sujettes à révision

Les données relatives au patrimoine financier des ménages présentées dans ce chapitre proviennent pour l'essentiel des comptes nationaux financiers tels que diffusés par la Banque de France. Ces données annuelles et trimestrielles font l'objet de révisions régulières : au cours d'une année (n+1) les données relatives à l'année précédente (n) sont publiées à titre provisoire, celles relatives à l'année n-1 sont révisées et qualifiées de semi-définitives tandis que celles de l'année (n-2) sont modifiées pour la dernière fois devenant définitives. Ainsi en 2014, les données relatives à l'année 2011 ou à une année antérieure sont définitives tandis que celles de 2012 et 2013 peuvent être amenées à évoluer au rythme des révisions. Ceci invite à considérer avec prudence les données les plus récentes.

Les données des comptes financiers reproduites ici sont en base 2005. À compter du 15 mai 2014, les comptes de la nation passent en base 2010¹⁸⁹, introduisant des changements différents de ceux induits par les révisions régulières des données, la définition de certaines données étant amenée à évoluer tout comme le contour de certains agrégats. Ainsi les données telles que publiées dans ce chapitre pourraient évoluer de façon plus marquée au cours des prochains trimestres suite au changement de base.

Enfin, la décomposition des flux et encours relatifs aux contrats d'assurance vie entre ceux en euros et ceux en unités de compte est délicate : elle est reconstituée indirectement à partir de clés de

¹⁸⁶ Selon l'enquête *Eurosystem Household Finance and Consumption Survey*, l'encours des dettes des ménages rapporté à leurs revenus varie en 2010 de 22,7 % en Slovaquie à 194,5 % aux Pays-Bas (Arrondel *et al.* (2013)).

Selon les données OCDE des comptes non financiers et des comptes de patrimoine financier non consolidés des ménages et des ISBLSM, l'encours des dettes (crédits inscrits au passif financier) des ménages américains rapporté à leur RDB a diminué passant de 130 % en 2007 à 104 % en 2012. En Espagne les crédits nets des ménages se sont réduits de 13,6 % entre fin 2008 et fin 2013 passant de 913 milliards d'euros à 789 milliards d'euros. Au Royaume-Uni les crédits nets des ménages ont au contraire augmenté de 2,7 % entre fin 2008 et fin 2013 passant de 1 419 milliards de livres sterling à 1 457 milliards de livres sterling. En Italie, les crédits nets de ménages ont diminué de 1,1 % entre 2011 et 2012, mettant fin à la tendance haussière observée jusqu'alors. En Allemagne, l'endettement des ménages se serait réduit de 2,5 % entre 2004 à 2009 et est depuis reparti à la hausse, regagnant 2,1 % entre 2009 et 2012.

¹⁸⁷ Proche de l'Allemagne, la France est de ce point de vue en dessous de la moyenne de la Zone Euro (97,6 % au troisième trimestre 2013). Plus précisément, l'endettement des ménages rapporté à leur RDB était, au troisième trimestre 2013 de 65 % en Italie, de 83,8 % en Allemagne, de 118,7 % en Espagne, 129,9 % au Royaume-Uni et de 136,8 % aux États-Unis selon les données diffusées par la Banque de France.

¹⁸⁸ En confrontant les engagements financiers des ménages à leur capacité de remboursement, l'encours des crédits (leur principal passif financier) rapporté à leur patrimoine et à leur revenu constituent deux indicateurs de leur vulnérabilité aux risques économiques et financiers (Arrondel *et al.* (2013)).

¹⁸⁹ Le changement de base 2010 vise notamment à mettre en œuvre la nouvelle version du Système européen de comptes, le SEC 2010. Ce règlement introduit d'importantes innovations conceptuelles portant principalement sur le périmètre de l'investissement (notamment immatériel), et la description de l'activité des entreprises d'assurance. Il s'appliquera à l'ensemble des pays européens à partir de septembre 2014.

répartition distinctes pour les encours et les flux, issues de données sommant les placements en fonds de pension et ceux de l'assurance vie en euros¹⁹⁰ des ménages.

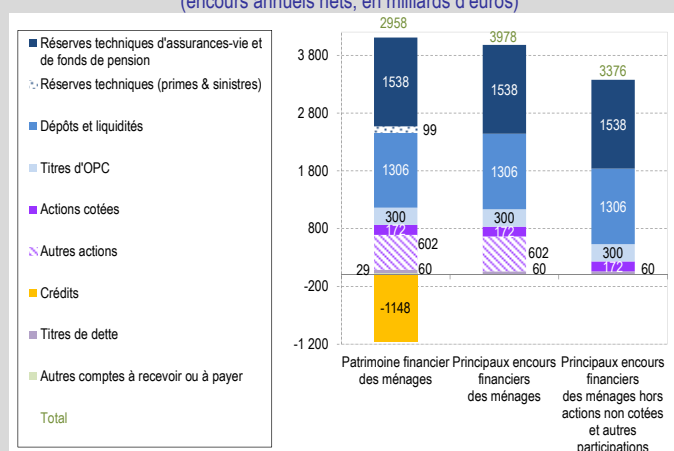
2/ Du patrimoine financier aux principaux encours financiers des ménages

La composition des principaux flux et encours financiers nets des ménages diffère de celle du patrimoine financier des ménages, comme le montre le Graphique 100.

Ainsi, contrairement au patrimoine financier des ménages, les principaux flux et encours financiers nets des ménages ne tiennent pas compte :

- des réserves pour primes et sinistres qui interviennent dans le calcul des provisions techniques de l'assurance, aux côtés des droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie et de fonds de pension ;
- des crédits ;
- des autres comptes à recevoir (à l'actif) ou à payer (au passif), constitués des crédits commerciaux, des avances et des décalages comptables.

Graphique 100 : Patrimoine financier versus principaux placements financiers nets des ménages en 2013
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

De ce fait, les principaux flux financiers nets retenus dans la suite de ce chapitre (Graphique 98) sont en 2013 supérieurs de 2 milliards d'euros à ceux alimentant le patrimoine financier net des ménages (Graphique 96) tandis que les principaux encours retenus sont supérieurs de 1 019 milliards d'euros (Graphique 99) au patrimoine financier net des ménages (Graphique 97).

3/ Prise en compte des actions non cotées

L'encours net des actions non cotées s'élevait à près de 417 milliards d'euros en 2013. Il représentait près de 54 % de l'ensemble des actions (participation dans les sociétés françaises incluses) contre 22 % pour les actions cotées. Sauf mention contraire, compte tenu de leur poids financier, les actions non cotées sont systématiquement intégrées à l'analyse malgré leur difficile évaluation et leur délicate interprétation en termes d'optimisation de portefeuille.

Toutefois, les comparaisons internationales entreprises dans ce chapitre sont réalisées après élimination des flux et encours financiers nets des actions non cotées et des autres participations, soit une diminution des encours de 602 milliards d'euros en 2013 (Graphique 100 et Graphique 122).

¹⁹⁰ Ces clés sont réalisées à partir de séries de données relatives aux droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurances-vie en euros y compris l'épargne de retraite. L'absence de données portant exclusivement sur les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurances-vie en euros explique les différences observées dans les données publiées par la Banque de France et la FFSA.

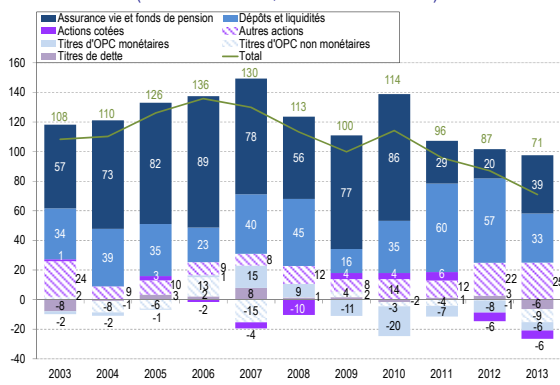
3.1. L'attrait des ménages pour l'assurance vie et les dépôts bancaires persiste malgré la diminution des flux nets des placements financiers

Baisse marquée des flux de placements financiers des ménages en 2013

Suite à la crise financière, les principaux flux nets de placements financiers des ménages (Graphique 101 et Tableau 14) se sont réduits durant trois années consécutives, passant ainsi de 136 milliards d'euros en 2006 à 100 milliards en 2009. Après une année de rebond en 2010, ces principaux flux ont poursuivi leur baisse dans un contexte d'incertitude économique, d'augmentation des prélèvements obligatoires¹⁹¹ et de faible niveau de rémunération des principaux placements financiers.

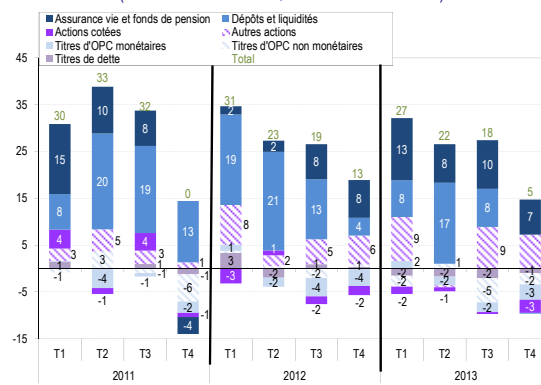
En 2013 les montants consacrés aux principaux flux nets de placements financiers des ménages ont nettement diminué, s'établissant à 71 milliards d'euros en retrait de 18,4 % par rapport à 2012. Ce montant est particulièrement faible : sur la période 2001-2010 les flux annuels nets s'élevaient en moyenne à 115 milliards d'euros. Depuis 1996, seule l'année 2000 offre des flux annuels nets d'un niveau inférieur (66 milliards d'euros) à ceux de 2013. La décomposition trimestrielle des flux souligne l'affaiblissement des flux financiers nets en 2013 et ce à chaque trimestre au regard du même trimestre en 2012 (Graphique 102).

Graphique 101 : Principaux placements financiers des ménages 2003-2013 (flux annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Graphique 102 : Principaux placements financiers des ménages 2011-2013 (flux trimestriels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Outre l'évolution du montant des principaux flux nets de placements financiers des ménages, la structure de ces flux s'est également fortement modifiée en 2011, évoluant plus progressivement depuis.

Dans l'ensemble, confrontés à un environnement économique difficile et à la mise en œuvre de réformes affectant notamment l'épargne réglementée et les produits d'assurance vie¹⁹², les ménages ont conservé un comportement prudent en 2013 (voir également Encadré 16 sur les visites mystère conduites par l'AMF). Depuis 2010, les mouvements de réallocation du portefeuille financier des ménages ont plus particulièrement affecté les flux d'épargne financière dédiés à l'assurance vie et aux fonds de pension ainsi que ceux affectés aux produits d'épargne bancaire (dépôts et liquidités). Les relèvements des plafonds du Livret A et du livret de développement durable (LDD), intervenus en octobre 2012 et en janvier 2013 ont engendré des réallocations au sein de l'épargne bancaire favorisant une progression

¹⁹¹ Depuis le 1^{er} juillet 2012, les prélèvements sociaux, principalement la contribution sociale généralisée (CSG) et la contribution au remboursement de la dette sociale (CRDS), ont notamment augmenté de 13,5 % à 15,5 %. Pour mémoire, le taux de prélèvements obligatoires, rapport entre le montant des prélèvements obligatoires (constitués des versements d'impôts et de cotisations sociales effectués aux administrations publiques) et le PIB est passé de 43,7 % en 2011 à 45 % en 2012. Il s'établit à 46,0 % en 2013 selon les données publiées par l'Insee. Voir également Artus *et al.* (2013) sur la fiscalité des revenus du capital.

¹⁹² Les rapports sur l'épargne réglementée (Duquesne (2012)) de septembre 2012 et sur l'épargne financière et les besoins de financement (Berger et Lefebvre (2013)) d'avril 2013 ont conduit à des réformes affectant l'épargne réglementée et l'assurance vie tout en laissant inchangée la fiscalité de l'épargne financière.

des encours de l'épargne réglementée et ce malgré les baisses en février et en août 2013 des taux de rémunération servis (Encadré 18). Ces mouvements de réallocation témoignent de la réactivité des ménages face aux changements affectant les caractéristiques de l'épargne bancaire réglementée (Feller (2013)).

Simultanément, le marché de l'assurance vie, délaissé en 2012, s'est stabilisé début 2013 renouant sur l'ensemble de l'année avec une collecte positive d'un niveau toutefois plus modeste que ceux des collectes antérieures à 2010. Au final, la part des flux de placements des ménages consacrée à l'assurance vie et aux fonds de pension est redevenue en 2013 supérieure à celle dédiée aux dépôts bancaires (39 milliards d'euros contre 33 milliards). Ces deux composantes, qui ont rarement été aussi proches par le passé¹⁹³, constituent toujours l'essentiel des flux nets de placements financiers des ménages (102 % à eux deux de l'ensemble des principaux flux nets de placement).

Au-delà, hors placements en actions non cotées et autres participations, l'ensemble des autres produits de placements financiers des ménages ont fait l'objet de cessions nettes en 2013 : les ménages se sont ainsi désengagés des actions cotées et des placements en gestion collective mais également des titres de dette contrairement à 2012 (Graphique 101).

Encadré 16 : Bilan des campagnes de visites mystère de l'AMF

Depuis 2010, l'AMF réalise des campagnes de visites mystère auprès des 11 principales enseignes bancaires présentes en France. Les visites mystère sont réalisées par un cabinet d'études, qui envoie dans des agences bancaires des enquêteurs agissant comme le feraient de véritables prospects en suivant un scénario établi par l'AMF. Au total, l'AMF a effectué huit campagnes, soit 880 visites mystère.

Les visites mystère permettent à l'AMF :

- ▶ de savoir comment les produits financiers sont vendus dans les agences bancaires ;
- ▶ de mieux connaître les bonnes et les mauvaises pratiques commerciales ;
- ▶ de dialoguer avec les enseignes bancaires concernées afin d'améliorer la qualité du conseil fourni aux épargnants.

L'AMF a deux scénarios phares qu'elle reconduit chaque année, l'un dit « risquophobe » (prospect prudent privilégiant la sécurité à la rentabilité de son placement), l'autre dit « risquophile » (prospect au profil dynamique prêt à prendre des risques).

En 2013, l'AMF a testé également un nouveau scénario dit « jeune actif avec du potentiel » (prospect intéressé par la bourse et prêt à prendre des risques afin d'optimiser sa situation financière).

Les huit campagnes de visites mystère effectuées jusqu'à maintenant ont permis de faire les constats suivants (AMF (2013b)) :

- ▶ La découverte des prospects reste perfectible. Si les chargés de clientèle interrogent globalement les prospects sur leurs projets, leur épargne financière et leur horizon de placement, ils s'intéressent beaucoup moins à leur appétence au risque, leur situation financière (revenus, charges) et leurs connaissances financières.
- ▶ Les besoins exprimés par les prospects ne sont pas toujours entendus par les chargés de clientèle. Ainsi, il est souvent proposé aux prospects « risquophiles » des produits peu risqués au regard de leur profil d'épargnant. La campagne 2013 des visites mystère introduisant le scénario du « jeune actif avec du potentiel » en est le parfait exemple. Malgré un scénario résolument tourné vers un investissement en actions, l'épargne bancaire et les contrats d'assurance vie sont arrivés en tête des propositions commerciales quasiment à parts égales. Ces deux produits ont constitué trois propositions sur quatre. L'épargne financière (valeurs mobilières et OPC) n'a représenté qu'un quart des préconisations. L'ouverture d'un PEA n'a été proposée que dans quatre cas sur dix. Naturellement « risquophobes », les épargnants sont donc souvent incités à l'être davantage par les chargés de clientèle qui le sont eux-mêmes.
- ▶ La distribution des produits financiers est pilotée par les établissements en fonction notamment de leurs contraintes de résultat et de leurs obligations prudentielles. La conduite des mêmes scénarios « risquophobes » et « risquophile » sur trois ans a abouti à des propositions

¹⁹³ En 2006, l'assurance vie et les fonds de pension représentaient 49 % des flux de placements financiers des ménages tandis que la part des placements bancaires (dépôts et numéraires) s'élevait à 40 %. En 2013 l'assurance vie et les fonds de pension représentaient 55,4 % des flux de placements financiers des ménages tandis que la part des placements bancaires (dépôts et numéraires) s'élevait à 46,6 %.

commerciales différentes d'une année à l'autre. En 2011, l'assurance vie était proposée dans tous les réseaux, et ce, quel que soit le profil du prospect. En 2012, ce sont les produits d'épargne bancaire qui ont pris une place prépondérante en raison notamment des contraintes imposées par Bâle III. En 2013, les propositions étaient globalement plus équilibrées, tenant davantage compte du profil du prospect.

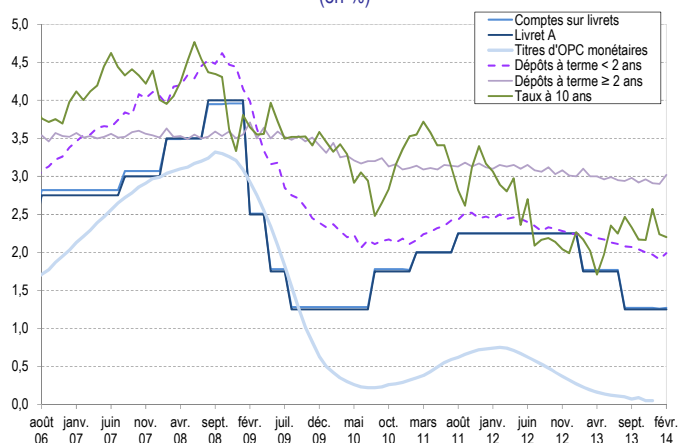
- La présentation des placements est fréquemment incomplète et déséquilibrée. Les frais et les inconvénients des produits proposés sont peu exposés par les chargés de clientèle.

Au final, les épargnants sont principalement orientés vers des contrats d'assurance vie et des produits sécurisés. L'épargne de long terme est peu proposée.

Retour à une collecte nette positive mais modérée de l'assurance vie en 2013

De 2010 à 2012, les ménages ont fortement réduit leurs flux de placements en assurance vie et aux fonds de pension¹⁹⁴ : passant de 86 milliards d'euros à 20 milliards en l'espace de trois ans, ils ne représentaient plus que 23 % des principaux flux annuels des placements financiers des ménages en 2012 contre 77 % en 2009. L'année 2013 marque la fin de cette tendance : les flux de placements en faveur de l'assurance et des fonds de pension se sont élevés à 39,4 milliards d'euros, dont 27,5 milliards d'euros consacrés à l'assurance vie. Après une décollecte nette de - 6 milliards d'euros en 2012, l'assurance vie a renoué en 2013 avec une collecte annuelle nette positive de 11 milliards d'euros, selon les estimations publiées par la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA (2014a)). Au regard de la dynamique mensuelle, les montants collectés demeurent relativement volatiles : ils ont en effet varié entre +3,6 milliards d'euros en janvier et -1,6 milliard en décembre 2013.

Graphique 103 : Rémunération de quelques placements (en %)



Sources : AMF, Banque de France et Datastream.

La faiblesse des taux directeurs en Europe comme aux États-Unis contribue à la modération des rémunérations des placements financiers affectant plus particulièrement la performance des produits bancaires, des titres obligataires ou monétaires ou encore celle des contrats en assurance vie (Graphique 103). Or, les augmentations successives des taux de rémunération de l'épargne bancaire réglementée entre août 2010 et août 2011, suivies de leur stabilité jusqu'en janvier 2013 ont fait converger ces taux vers ceux des autres produits financiers, diminuant l'attractivité de l'assurance vie (Feller (2013)). L'abaissement des taux de rémunération de l'épargne bancaire réglementée en février et août 2013 a été à l'inverse de nature à renforcer l'attractivité de l'assurance vie en 2013, comme en témoigne la collecte dynamique de l'assurance vie sur les supports en euros (26,7 milliards d'euros en 2013 contre 18,3 milliards d'euros en 2012 (Tableau 14)).

¹⁹⁴ L'assurance vie est ici mesurée par une partie des provisions techniques d'assurance : les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie (27,5 milliards d'euros en 2013) et les droits nets des ménages sur les réserves techniques de fonds de pension (11,9 milliards d'euros en 2013), négligeant les réserves techniques de primes et sinistres (voir Encadré 15).

Néanmoins, ces évolutions¹⁹⁵ ne semblent pas, à court terme, de nature à remettre en cause la tendance observée sur la période récente : le bas niveau des taux d'intérêt n'est guère favorable aux placements en assurance vie. Ce contexte affecte plus particulièrement la performance des contrats d'assurance vie en euros comparativement à d'autres placements plus liquides et dont la rémunération peut s'avérer plus attractive. Des changements sont attendus en 2014 suite à l'introduction prévue au second semestre de 2014 de deux nouveaux produits en assurance vie : les fonds euro-croissance et les contrats vie génération (Encadré 17).

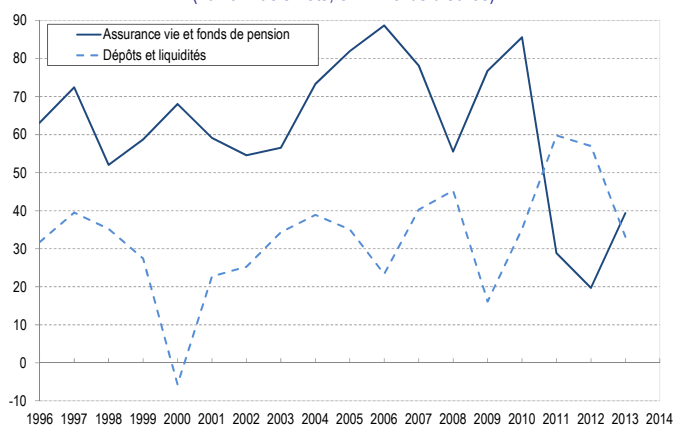
**Encadré 17 : De nouveaux produits attendus en 2014
à la suite de la réforme de l'assurance vie**

Afin de mobiliser davantage l'épargne des ménages au service du financement de l'économie et de la croissance, la réforme de l'assurance vie, adoptée par le parlement le 19 décembre 2013 et dont les textes d'application sont attendus mi 2014¹⁹⁶, prévoit la création de deux nouveaux produits :

- ▶ **Les fonds euro-croissance**
Ayant pour vocation de devenir une nouvelle modalité de l'assurance vie aux côtés des fonds en euros et en unités de compte, les fonds euro-croissance devraient permettre aux souscripteurs de bénéficier d'une garantie de capital s'il reste investi au moins huit ans.
- ▶ **Les contrats vie génération** devraient bénéficier d'un régime fiscal spécifique pour la transmission dès lors qu'ils seront investis à au moins 33 % dans des actifs tels que les actions de PME et d'ETI, dans le logement intermédiaire et social et dans les entreprises de l'économie sociale et solidaire.

Au cours des années 2011 et 2012, les flux annuels nets vers l'assurance vie et les fonds de pension aux niveaux historiquement faibles ont été pour la première fois depuis 1996 inférieurs aux flux annuels nets vers les dépôts bancaires (Graphique 104)

Graphique 104 : Placements bancaires et assurance vie
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Portés par des rémunérations relativement attractives et par le relèvement des plafonds des principaux livrets défiscalisés, les flux nets de placements à destination des dépôts et liquidités bancaires (57 milliards d'euros en 2013) ont dépassé de 37 milliards d'euros les souscriptions nettes de contrats d'assurance vie et de fonds de pension en 2012. Cette tendance s'est retournée en 2013 : les flux vers l'assurance vie et fonds de pension ont cessé de diminuer mi-2012, augmentant ensuite progressivement tandis que les flux vers les dépôts et liquidités se sont affaiblis. Les flux vers l'assurance vie et les fonds de pension (39 milliards d'euros) ont ainsi dépassé de 6 milliards d'euros en 2013 ceux affectés aux placements bancaires (33 milliards d'euros). Toutefois, à l'instar de l'ensemble des flux nets de placements financiers des ménages, la somme de ces deux flux a suivi une tendance à la baisse passant de 121 milliards d'euros en 2010 à 72,5 milliards en 2013.

¹⁹⁵ Sur les trois premiers mois de l'année 2014, la collecte nette d'assurance vie est estimée à 6,1 milliards d'euros (FFSA (2014b)), contre 6,4 milliards d'euros sur la même période en 2013.

¹⁹⁶ Voir la loi du 29 décembre 2013 de finances rectificative pour 2013.

Tableau 13 : Structure des placements bancaires des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros et en %)

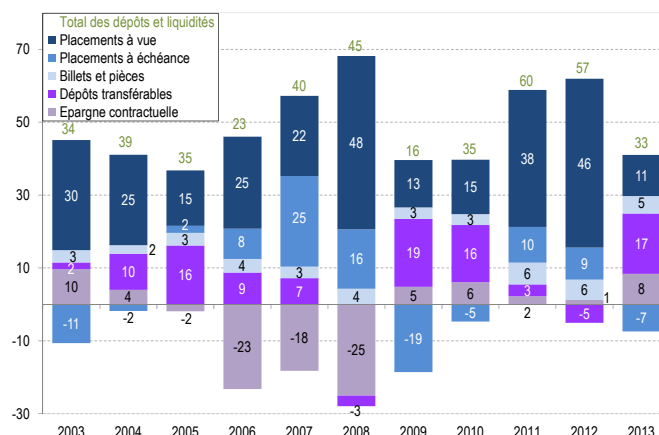
	2012		2013	
	En milliards d'euros	%	En milliards d'euros	%
Numéraire et dépôts	57	100	33	100
Dépôts transférables	-5	-9	17	50
Placements à vue (ou comptes sur livrets) dont :	46	81	11	34
Livrets A	30	53	15	44
Livrets bleus	2	3	1	3
Livrets de développement durable (LDD)	22	39	9	26
Livrets Jeune	0	0	0	0
Livrets d'épargne populaire	-1	-2	-2	-5
Comptes d'épargne-logement	-1	-1	-3	-10
Livrets soumis à l'impôt	-2	-4	-6	-18
Épargne contractuelle	1	2	8	25
Billets et pièces	6	10	5	14
Intérêts courus non échus sur dépôts	1	1	1	2
Placements à échéance	9	15	-7	-22

Note de lecture : le total des flux des livrets communiqué dans les statistiques monétaires diffère du total des placements à vue communiqué dans les comptes nationaux.

Sources : AMF, Banque de France, statistiques monétaires et comptes nationaux, base 2005.

Repli des flux de placements bancaires en 2013 Depuis 2011, les flux nets de placements bancaires (numéraire et dépôts) diminuent passant de 60 milliards d'euros en 2011 à 33 milliards d'euros en 2013 (Tableau 13). Cette réduction s'est accompagnée d'importants mouvements de réallocation au sein de ces flux (Graphique 105).

Graphique 105 : Principaux placements financiers bancaires
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Stimulés par le relèvement des plafonds et portés par la dynamique des taux de rémunération de l'épargne bancaire réglementée (Graphique 103), les placements à vue, dont la principale composante est l'épargne réglementée (essentiellement les Livrets A et les LDD) ont fortement augmenté en 2011 et 2012, avant de diminuer avec les taux de rémunération en février et en août 2013 (Encadré 18).

Encadré 18 : Évolution de l'épargne bancaire à la suite de la réforme de l'épargne réglementée d'octobre 2012

1/ Spécificités de l'épargne bancaire

Les produits d'épargne bancaire comprennent principalement :

- ▶ L'épargne bancaire réglementée :
 - Les Livrets A et bleus ;
Les Livrets A¹⁹⁷ et Livret bleu ne diffèrent que par l'identité de leur distributeur : depuis 2009, date de la fin du duopole (Banque Postale et les Caisses d'épargne) de distribution du Livret A sur décision de la Commission européenne, tous les établissements bancaires peuvent distribuer les Livrets A tandis que le Livret bleu, autorisé depuis 1975, n'est distribué que par le Crédit Mutuel¹⁹⁸.
 - Le Livret de développement durable (LDD), ex-compte de développement industriel (CODEVI) ;
 - Le Livret jeune ;
Le Livret jeune est réservé aux résidents français âgés de 12 à 25 ans¹⁹⁹.
 - Le Livret d'épargne populaire (LEP) ; Créé en 1982 le LEP est un placement garanti par l'État réservé aux personnes disposant de revenus modestes.
- ▶ Les Livrets soumis à l'impôt ;
- ▶ Les Comptes épargne-logement (CEL).

Les livrets d'épargne réglementée se distinguent des autres en raison de la fixation de leurs caractéristiques techniques et financières par les pouvoirs publics : l'État fixe en effet leur taux, leur fonctionnement, notamment la qualité des titulaires et leur plafond²⁰⁰. Ces livrets sont exonérés d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux sur les intérêts perçus d'où leur appellation de livrets défiscalisés.

Les encours ainsi collectés partiellement centralisés à la Caisse des dépôts et consignation (CDC) sont affectés au financement de politiques d'intérêt général, tels que le logement social, le renouvellement urbain, les infrastructures et les investissements publics locaux (Duchesne (2012) et Berger et Lefebvre (2013)).

Trois principaux facteurs affectent la collecte d'épargne bancaire : la capacité d'épargne des ménages, le niveau des taux d'intérêt proposés aux épargnants et enfin la politique commerciale des banques (voir notamment Encadré 16 et Encadré 24)

2/ Réactivité des ménages en matière d'allocation de leur épargne bancaire

Dans un contexte de fléchissement des rendements sur les contrats d'assurance vie en euros de mi-2009 à fin 2012²⁰¹, les relèvements du taux de rémunération du Livret A entre août 2010 et août 2011 (Graphique 103), répercutés sur celui des livrets soumis à l'impôt, ont renforcé l'attrait des ménages pour ces deux produits d'épargne, liquides et peu risqués, engendrant des collectes dynamiques.

À la suite du rapport Duchesne (2012), le plafond du Livret A a été relevé de 25 % en octobre 2012 tandis que celui du LDD a doublé à la même date. En janvier 2013, le plafond du Livret A²⁰² a connu un second relèvement de 25 %. Ces différents relèvements ont renforcé l'attrait des ménages pour les livrets défiscalisés : en l'espace de quatre mois, les flux nets vers ces livrets ont atteint le niveau exceptionnel de 46 milliards d'euros (Graphique 106).

La forte collecte sur les Livrets A et LDD a pesé sur celle des livrets fiscalisés : les livrets soumis à l'impôt ont enregistré au quatrième trimestre 2012 une décollecte nette de 15,5 milliards d'euros, expliquant leur décollecte nette de 2 milliards sur l'ensemble de l'année 2012 (Graphique 107).

Depuis, la faiblesse de l'inflation²⁰³ a conduit à l'abaissement de 50 points de pourcentage en février puis août 2013 des taux de rémunération²⁰⁴ appliqués aux livrets défiscalisés, réduisant leur attrait :

¹⁹⁷ Visant à combler la crise financière léguée par les guerres napoléoniennes, le Livret A, initialement nommé livret d'épargne puis livret de série A, a été créé le 22 mai 1818 concomitamment à la Caisse d'épargne de Paris.

¹⁹⁸ Le Livret Bleu peut être cumulé avec un Livret A s'il a été ouvert avant le 1^{er} septembre 1979.

¹⁹⁹ Le taux d'intérêt du livret jeune est librement fixé par les banques dans le respect de la rémunération minimale fixée par l'État (alignée sur le taux de rémunération du Livret A).

²⁰⁰ Chaque livret est limité à un par personne.

²⁰¹ Le taux de revalorisation moyen des contrats d'assurance vie en euros a fléchi, passant de 3,65 % en 2009, à 3,4 % en 2010 et 3 % en 2011 et est inférieur à 3 % depuis 2012 (Feller (2013)).

²⁰² Le plafond du Livret A est ainsi passé de 15 300 euros en septembre 2012 à 19 125 euros en octobre et à 22 950 euros en janvier 2013.

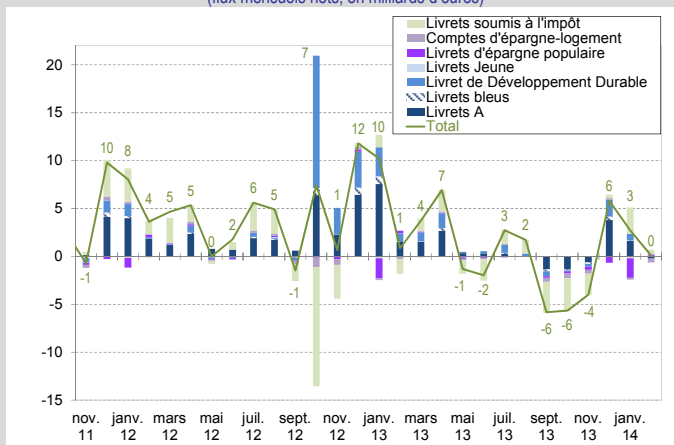
²⁰³ En théorie, le taux d'intérêt des Livrets A et Bleu est l'indice, arrondi au quart de point le plus élevé, entre :

- ▶ l'inflation des douze derniers mois, mesurée par la variation sur les douze derniers mois connus de l'indice Insee des prix à la consommation de l'ensemble des ménages, augmentée d'un quart de point et
- ▶ la moyenne arithmétique entre, d'une part, l'inflation des douze derniers mois et, d'autre part, la moitié de la somme de la moyenne mensuelle de l'EURIBOR 3 mois et de la moyenne mensuelle de l'EONIA (pour le dernier mois connu).

Depuis août 2013 il est maintenu par décision ministérielle à son plancher historique 1,25 %, qui est supérieur à celui résultant du calcul de l'indice.

24 milliards d'euros en flux nets ont été collectés sur les Livrets A, Livrets bleus et LDD en 2013 (Graphique 107).

Graphique 106 : Évolution mensuelle des placements à vue
(flux mensuels nets, en milliards d'euros)



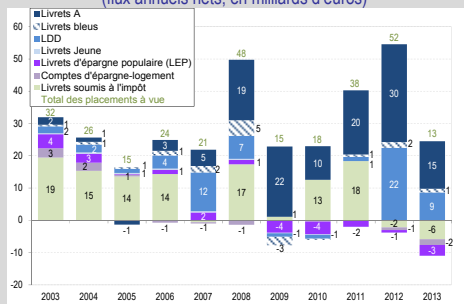
Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

L'ensemble des flux nets sur livrets bancaires s'établit en 2013 à 13 milliards d'euros compte tenu des décollectes affectant les autres livrets, et plus particulièrement les livrets soumis à l'impôt (-6 milliards d'euros).

Alimentés par les flux et dans une moindre mesure par l'accumulation des intérêts perçus, les encours des livrets bancaires ont augmenté selon un taux de croissance annuel moyen de plus de 6 % entre 2007 à 2013, les encours associés aux Livrets A enregistrant un taux de croissance annuel moyen de 11,9 % sur cette même période supérieur à celui des encours liés aux LDD (8 %).

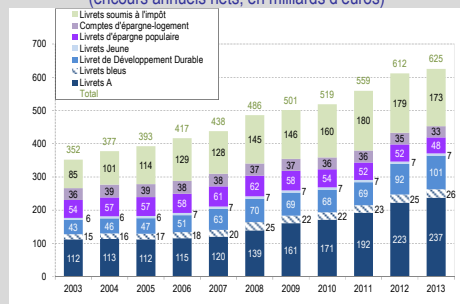
Il est à noter que l'augmentation de 15,8 % des encours des Livrets A en 2012 est à peine plus élevée que celles observées en 2008 et 2009 (de 15,6 % à chacune de ces deux années), date de la crise financière.

Graphique 107 : Évolution annuelle des flux de placements à vue
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Graphique 108 : Évolution annuelle des encours des placements à vue
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

3/ Impact des réallocations des placements bancaires sur les bilans bancaires

Les réallocations des placements bancaires au profit de l'épargne réglementée modifient les ressources liquides disponibles des banques²⁰⁴ : 65 % des dépôts du Livret A et LDD jusqu'en juillet 2013 et 50 % depuis étant centralisés au fonds d'épargne de la CDC, la hausse de ces dépôts peut engendrer une perte relative de ressources liquides au bilan des banques. De ce fait, 30 milliards d'euros issus de la collecte centralisée des livrets d'épargne réglementée ont été reversés par la CDC aux établissements bancaires fin juillet 2013²⁰⁶.

²⁰⁴ Le taux de rémunération du Livret A de 2,25 % en vigueur depuis août 2011 a été abaissé à 1,75 % au 1^{er} février 2013 puis à 1,25 % son plancher historique au 1^{er} août 2013.

²⁰⁵ Anticipant la mise en œuvre des ratios de liquidité de Bâle III et les obligations en matière de détention d'actifs liquides qui en découlent, les banques ont depuis novembre 2010 favorisé les produits d'épargne de bilan (qui restent dans leurs comptes), dont notamment les livrets soumis à l'impôt.

²⁰⁶ En échange de ce gain de liquidités devant permettre aux banques de prêter davantage pour le financement de l'économie, les établissements bancaires baisseront leur taux de commission de 0,5 à 0,4 %.

Depuis, les placements à vue sont revenus à un niveau plus modeste. *In fine*, sur l'ensemble de l'année 2013, ils ont été de 11 milliards d'euros soit une baisse de 76 % par rapport à 2012 (Graphique 105). Ils ne représentaient plus que 34 % de l'ensemble des placements bancaires contre 81 % en 2012 (Tableau 13). Ces mouvements de réallocation témoignent de la réactivité des ménages lors de la survenue de changements affectant les caractéristiques de l'épargne bancaire réglementée.

Au-delà, la forte réduction des placements à vue en 2013 s'est accompagnée d'une augmentation des flux nets vers l'épargne contractuelle (8,4 milliards d'euros), essentiellement composée des plans d'épargne logement²⁰⁷ (PEL) (7,7 milliards d'euros selon la Banque de France (2014b)) et les dépôts transférables (17 milliards d'euros) (Tableau 13). Les dépôts transférables sont constitués de l'ensemble des dépôts qui peuvent être convertis immédiatement en numéraire ou qui sont transférables par chèque ou virement sans frais. Il s'agit donc d'une épargne liquide. L'augmentation des flux de placements financiers affectés par les ménages aux dépôts transférables en 2013 peut être interprétée comme une recherche de flexibilité de la part des ménages dans l'attente de décision d'affectation soit à des placements plus rémunérateurs, soit à la consommation²⁰⁸.

Tableau 14 : Évolution des principaux placements des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dépôts et liquidités	23	40	45	16	35	60	57	33
Contrats d'assurance vie et de fonds de pension, dont :	89	78	56	77	86	29	20	39
Contrats d'assurance vie, dont :	79	65	48	68	79	27	15	28
<i>Contrats d'assurance vie en euros</i>	56	58	45	68	77	29	18	27
<i>Contrats d'assurance vie en unités de compte</i>	23	7	3	0	2	-2	-3	1
Contrats de fonds de pension	10	13	7	9	7	2	5	12
Actions, dont :	7	4	2	13	18	17	16	19
Actions cotées	-2	-4	-10	4	4	6	-6	-6
Actions non cotées	0	0	7	-2	6	1	9	10
Autres participations	9	8	6	10	7	11	13	15
Titres d'OPC, dont :	14	0	9	-7	-23	-11	-9	-14
Titres d'OPC monétaires	1	15	9	-11	-20	-7	-8	-6
Titres d'OPC non monétaires	13	-15	0	4	-3	-4	-1	-9
Titres de dette	2	8	1	2	-2	1	3	-6
Total	136	130	113	100	114	96	87	71

Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

Poursuite des rachats nets de titres en gestion collective en 2013

S'agissant des placements à destination de la gestion collective (Tableau 14), le mouvement de rachats nets de titres d'OPC à l'œuvre depuis 2009 s'est poursuivi en 2013 à un rythme intermédiaire entre celui observé en 2011 et en 2010 (rachats nets de 14 milliards d'euros en 2013 contre 11 milliards en 2011 et 23 milliards en 2010) et inférieur à celui de 2012 (-9 milliards d'euros). La décollecte nette observée sur les titres d'OPC s'avère relativement stable depuis trois ans. Toutefois, contrairement aux années précédentes, les cessions nettes de titres d'OPC non monétaires (-9 milliards d'euros) sont en 2013 supérieures à celles des titres d'OPC monétaires (-6 milliards d'euros). La désaffection relative des ménages pour ces derniers résulte principalement du contexte de bas niveau des taux d'intérêt, réduisant les rendements dégagés, tandis que la décollecte sur les OPC non monétaires reflète les arbitrages de placements accompagnant les variations des cours boursiers.

²⁰⁷ En dépit de la forte différence entre ces produits, la reprise des flux de placements vers le PEL pourrait résulter de la baisse des taux des livrets d'épargne réglementée.

²⁰⁸ Afin de soutenir leur consommation, les ménages peuvent en effet puiser dans leur épargne la plus disponible, cette interprétation étant confortée par la nette diminution des principaux flux de placements financiers des ménages.

*Ralentissement
des souscriptions
de titres détenus
en direct
en 2013*

Le mouvement de réallocation du portefeuille de **titres détenus en direct** (titres de créance, actions cotées, actions non cotées et les autres participations) des ménages s'accroît en 2013 : les actions cotées ont continué à faire l'objet de rachats nets pour un montant de 6 milliards d'euros, identique à celui de 2012. Après une collecte nette de 3 milliards d'euros en 2012, les titres de dette détenus en direct ont fait l'objet en 2013 d'un rachat net de 6 milliards d'euros. Seules les actions non cotées et autres participations ont progressé de 12 % s'établissant à 25 milliards d'euros en 2013. Dans l'ensemble, le flux annuel net de souscription de titres détenus en direct par les ménages est en retrait de 32 % en 2013 : il s'élevait à près de 13 milliards d'euros en 2013 contre plus de 19 milliards en 2012.

3.2. Un portefeuille des ménages majoritairement composé de contrats d'assurance vie et de dépôts bancaires

La dynamique des principaux flux financiers nets des ménages décrite jusqu'ici explique en partie celle des encours financiers nets des ménages, dans laquelle se retrouvent certains faits stylisés soulignés lors de la présentation du patrimoine financier net des ménages.

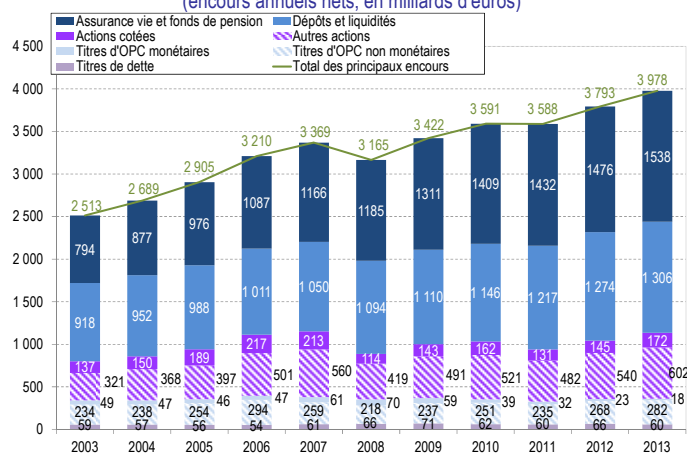
En 2013, l'encours total net des principaux placements composant le patrimoine financier des ménages s'élevait à 3 978 milliards d'euros contre 3 793 milliards l'année précédente, soit une hausse de 4,9 % (Graphique 109). À l'instar de l'évolution du patrimoine financier net des ménages, la croissance annuelle moyenne de l'ensemble des encours retenus décélère fortement, passant de +8,2 % pour la période 2002-2006 à +2,4 % sur 2007-2012 (Tableau 12).

Depuis 2008, la structure de ces encours est relativement stable et fait clairement ressortir sa polarisation autour des dépôts bancaires et de l'assurance vie, qui ensemble représentent 71 % des principaux encours financiers nets des ménages (Graphique 109).

En dépit des changements affectant les flux nets de placements des ménages, l'épargne financière des ménages demeure principalement placée en assurance vie : fin 2013, l'encours de l'assurance vie et des fonds de pension représentaient 39 % des principaux encours retenus tandis que la part des dépôts bancaires dans l'épargne des ménages était de 33 %, en retrait d'un point par rapport à 2012.

La croissance de l'encours en contrats d'assurance vie et fonds de pension (+4,2 % en 2013) résulte de l'augmentation des souscriptions nettes de contrats d'assurance vie (28 milliards d'euros en 2013 contre 15 milliards en 2012) en dépit de la baisse de leur rendement depuis 2009. En effet, d'après le bilan 2013 de l'assurance vie dressé par la FFSA (2014a), le rendement des contrats d'assurance vie en euros a diminué, passant en moyenne annuelle de +3,6 % en 2009 à +2,8 % en 2013 tandis que la performance des contrats d'assurance vie en unités de compte est passé de +14,4 % en 2009 à +10,7 % en 2013, après +11,3 % en 2012 et -7 % en 2011.

Graphique 109 : Principaux encours financiers des ménages
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005.

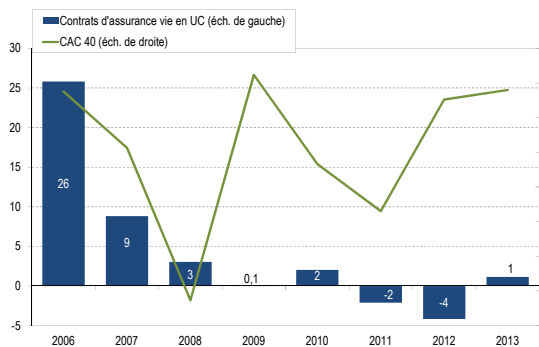
La part des encours des autres types de placements (titres de dette, actions et titres d'OPC) au sein des principaux encours financiers des ménages s'établit à 28,5 % en 2013, en progression d'un point par rapport 2012. La hausse de 11 %, en 2013, des avoirs des ménages en actions et titres d'OPC provient principalement de l'évolution favorable des marchés boursiers qui a augmenté la valeur des encours. L'indice CAC 40 a en effet augmenté de 18 % en 2013.

L'encours de titres directement détenus par les ménages (titres de dette et actions hors titres d'OPC) est de 834 milliards d'euros fin 2013, dont 417 milliards pour les actions non cotées, qui représentent 54 % de l'ensemble des actions (participations dans les sociétés françaises incluses) contre 22 % pour les actions cotées (172 milliards d'euros fin 2013).

Collecte nette positive pour les contrats d'assurance vie en 2013

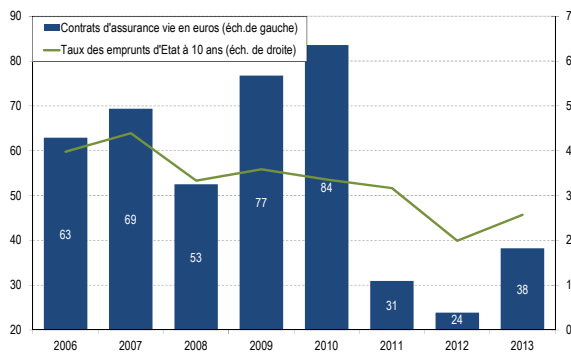
Du côté de l'assurance vie, la collecte nette sur les supports en unités de compte demeure en 2013 très faible mais redevient positive (un milliard d'euros), après deux années de décollecte. Si l'attrait limité des ménages pour ces produits est cohérent avec les mauvaises performances boursières du CAC 40 en 2011 (-17 %), cela n'est plus le cas en 2012 et 2013 au regard de la dynamique du CAC 40 qui affiche des hausses respectives de 15 % et 18 % (Graphique 110).

Graphique 110 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en unités de compte
(flux annuels nets en milliards d'euros et taux de croissance annuel du CAC 40 en %)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005 et Datastream.

Graphique 111 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en euros
(flux annuels nets en milliards d'euros et taux des emprunts d'État à 10 ans en %)



Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005 et Datastream.

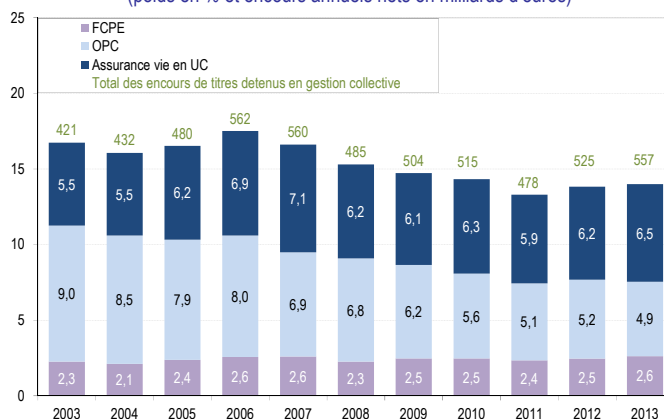
Comme souligné lors de l'analyse des flux financiers, la collecte nette sur les contrats d'assurance vie en euros avait fortement ralenti en 2011 et 2012, s'établissant à 34 milliards d'euros fin 2012 après avoir atteint 84 milliards d'euros en 2010, soit une baisse sur deux ans de -71 % (Graphique 111). En 2013, la collecte sur les contrats d'assurance vie en euros a renoué avec la croissance : les souscriptions nettes se sont élevées à plus de 38 milliards d'euros, en dépit de la détérioration des rendements²⁰⁹ offerts par les assureurs et malgré la remontée des taux observée sur les titres souverains à long terme²¹⁰. Néanmoins, le montant de cette collecte demeure modeste au regard de celles antérieures à 2011.

Le poids de la gestion collective poursuit sa hausse en 2013

Fin 2013, les **encours nets des placements des ménages relevant de la gestion collective** (contrats d'assurance vie en unités de compte, titres d'OPC détenus de façon directe et fonds commun de placement d'entreprise (FCPE)) se sont élevés à 557 milliards d'euros. La structure de ces placements est dominée, par les contrats d'assurance vie en unités de compte (46 % des encours de titres en gestion collective) et les titres d'OPC détenus de façon directe (35 %) (Graphique 112).

Après avoir diminué jusqu'en 2011, le poids des placements des ménages relevant de la gestion collective au sein de leurs principaux encours financiers s'est accru en 2012 et en 2013 : il est ainsi passé de 17,5 % en 2006 à 13,3 % fin 2011 et est depuis remonté à 14 % en 2013. Cette croissance résulte principalement de celle des contrats d'assurance vie en unités de comptes, dont le poids au sein des principaux encours financiers est passé de 5,9 en 2011 à 6,5 en 2013, les encours des contrats d'assurance vie en unités de comptes progressant de 10,8 % en 2012 et de 10 % en 2013. La croissance du poids des placements relevant de la gestion collective au sein des principaux encours financiers des ménages a également profité de celle des FCPE, dont les encours ont augmenté de 10,5 % en 2012 et 12 % en 2013. La désaffection des investisseurs individuels pour les titres d'OPC détenus de façon directe, dont les encours ont diminué en 2013 de -1,3 % a à l'opposé freiné la croissance du poids de la gestion collective. La détention de FCPE demeure marginale : son poids au sein des principaux encours financiers des ménages oscille depuis 10 ans entre 2 et 2,6 %.

Graphique 112 : Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans les principaux encours financiers des ménages
(poids en % et encours annuels nets en milliards d'euros)



Note de lecture : Le total des encours annuels des placements relevant de la gestion collective figure en vert au-dessus de chaque barre.

Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, AFG et FFSA.

²⁰⁹ D'après le bilan 2013 de l'assurance vie dressé par la FFSA (2014a), le rendement des contrats d'assurance vie en euros a diminué en moyenne annuelle de 2,9 % en 2012 à 2,8 % en 2013.

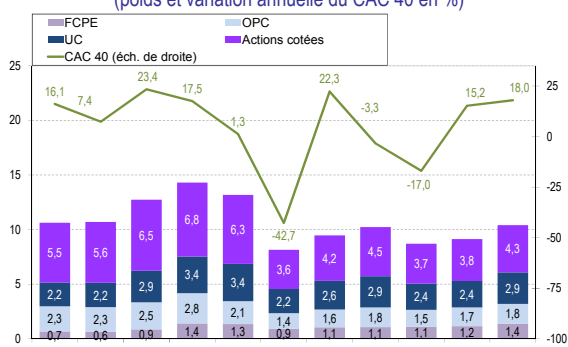
²¹⁰ Le taux des emprunts de l'État français à 10 ans est passé de 1,99 % au 31 décembre 2012 à 2,57 % au 31 décembre 2013.

Une détention globale d'actions en progression en 2013

En 2013, la détention globale d'actions comprenant les actions détenues directement (actions cotées, actions non cotées et autres participations) et indirectement détenues (via les FCPE, les OPC et les supports d'assurance vie en unités de compte) s'est élevée à 1 016 milliards d'euros, représentant 25,6 % des principaux encours financiers nets des ménages.

Une fois exclues les actions non cotées et les autres participations, la détention globale d'actions directement et indirectement détenues²¹¹ ne s'élève plus qu'à 414 milliards d'euros en 2013, représentant 10,4 % des principaux encours financiers nets des ménages (Graphique 113). Cette détention globale des actions a toutefois progressé de 32 % depuis 2010, où elle s'élevait à 312,5 milliards d'euros. En 2013, la détention globale d'actions directement et indirectement détenues a progressé de 19,5 % augmentant de 68 milliards d'euros sur un an. Cette progression résulte en grande partie des bonnes performances boursières. En effet, la décomposition de la variation annuelle du stock d'actions globalement détenues (+67,6 milliards d'euros en 2013), estimée à partir de la variation annuelle de l'indice CAC 40, révèle que le flux global de collecte a été faible (5,4 milliards d'euros en 2013) compensé par un important effet prix positif (62,2 milliards d'euros en 2013) (Graphique 114).

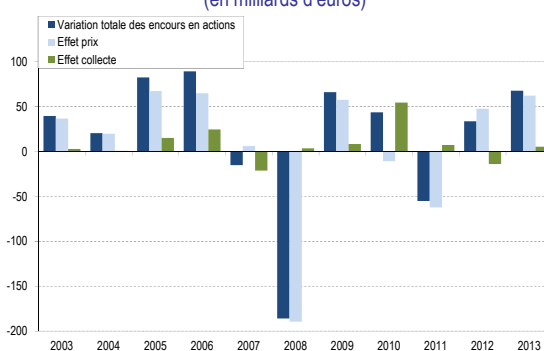
Graphique 113 : Poids des actions détenues de façon directe et indirecte dans les principaux encours financiers des ménages, ventilés par type de support (poids et variation annuelle du CAC 40 en %)



Note de lecture : les actions ne comprennent pas les actions non cotées et les autres participations.

Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, AGF, Datastream, calculs AMF.

Graphique 114 : Décomposition de la variation des encours d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des supports d'investissement (en milliards d'euros)



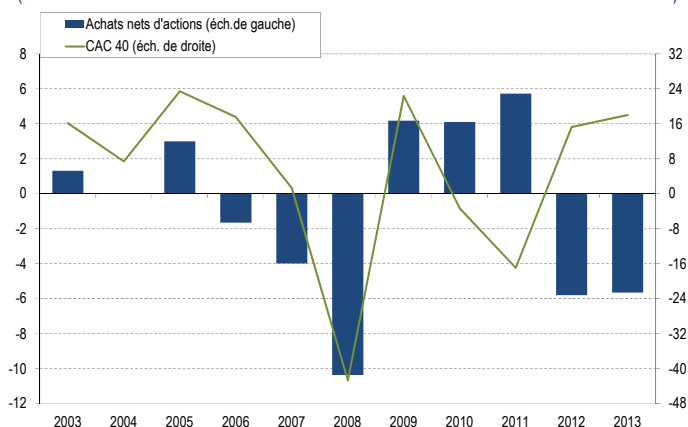
Note de lecture : les actions ne comprennent pas les actions non cotées et les autres participations.

Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, AGF, Datastream, calculs AMF.

L'analyse du contenu en actions cotées du portefeuille financier des ménages invite à s'interroger sur l'existence d'une éventuelle procyclicité des choix d'investissements des ménages, selon laquelle les achats nets d'actions cotées iraient de pair avec une hausse des cours boursiers et inversement. Afin d'étudier le caractère procyclique ou non des investissements en actions réalisés par les ménages, les flux d'achats nets d'actions cotées détenues directement par les ménages sont mis en perspective avec le taux de croissance annuel du CAC 40 (Graphique 115).

²¹¹ Il s'agit donc des actions cotées détenues directement et des actions indirectement détenues via les OPC, les FCPE et les contrats d'assurance vie en unités de compte.

Graphique 115 : Achats nets d'actions cotées et évolution du CAC 40
(flux annuels nets en milliards d'euros et taux de croissance annuel du CAC 40 en %)



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, Datastream, calculs AMF.

Cette mise en perspective semble indiquer que les ménages ont eu globalement, entre 2001 et 2009, plutôt tendance à acquérir des actions en haut de cycle boursier et à s'en défaire à l'inverse en période de turbulences. Dès lors qu'elle n'est analysée qu'à partir du CAC 40, cette tendance à la procyclicité ne permet pas d'interpréter les mouvements d'achats nets d'actions depuis 2010. En effet, les flux d'achats nets d'actions cotées ont augmenté en 2010 et 2011 alors que le CAC 40 diminuait de -3,3 % et de -17,7 % ces années-là. A l'inverse en 2012 et 2013 les flux d'achats nets d'actions cotées ont diminué alors que le CAC 40 augmentait de respectivement 15 % et 18 %.

Encadré 19 : Contribution de l'épargne des ménages aux investissements de long terme

Les investissements de long terme ont un statut particulier : constitués d'actifs corporels (innovations technologiques, équipements et logiciels informatiques, infrastructures) et incorporels (éducation, recherche et développement...), ils constituent un élément essentiel de la dynamique de la croissance à long terme en affectant la productivité et la compétitivité futures.

Au-delà de leur effet sur la croissance, les actifs de long terme se caractérisent par une longue durée, généralement supérieure à 5 ans, séparant la date de mobilisation des fonds nécessaires au financement des actifs et la date à partir de laquelle ils sont capables de produire des flux de trésorerie en retour des investissements engagés. Dès lors, ils reposent fréquemment sur un financement externe et dépendent de ce fait de l'accès aux capacités de financement de long terme. Cet accès est naturellement conditionné à la viabilité des projets et à la santé financière des entreprises. Mais au-delà, il dépend de l'aptitude de l'économie à assurer le financement des investissements de long terme, en mettant à disposition des investisseurs de long terme l'épargne disponible émanant principalement des ménages. Cette mise à disposition peut être indirecte via les banques, les assureurs et les fonds de pension comme directe via les marchés des capitaux.

Dans l'ensemble, le financement de l'économie est généralement confronté à un déséquilibre entre la structure de l'offre et celle de la demande d'épargne :

- les ménages, principaux pourvoyeurs de l'offre de financement, ont une préférence pour la liquidité et la sécurité et leur patrimoine financier serait de ce fait majoritairement composé de placements à court terme et peu risqués ;
- les principaux besoins de financement seraient au contraire constitués d'investissements de long terme et risqués. En outre, les ménages s'endetteraient également principalement à long terme pour financer leurs projets immobiliers.

Qu'en est-il réellement ?

1/ La maturité de long terme des encours domine au sein du patrimoine financier des ménages

La comparaison de la structure des encours des actifs financiers des ménages à celle de leurs passifs fait ressortir les éléments suivants (Tableau 15)²¹² :

- ▶ Les ménages dégagent une valeur financière nette positive : leur capacité de financement nette s'élève en 2013 à 2 958 milliards d'euros ;
- ▶ Les ménages sont prêteurs nets à court terme (1 289 milliards d'euros) comme à long terme (1 645 milliards d'euros) et leur contribution au financement de long terme de l'économie est supérieure de près de 28 % à celle au financement de court terme ;
- ▶ Conformément aux attentes, ils s'endettent principalement à long terme (1 108 milliards d'euros) pour une valeur 30 fois supérieures à leurs emprunts à court terme (36 milliards d'euros), les ménages contractant essentiellement des prêts immobiliers.

Tableau 15 : Maturité des encours du patrimoine financier des ménages en 2013

(Encours annuels, en milliards d'euros)

	Actifs	Passifs	Total net
Total des encours de court terme	1 325	36	1 289
Numéraire et dépôts	1 306	0	1 306
Titres de créance à court terme	1		1
Crédits à court terme	0	36	-36
Titres d'OPC monétaires	18		18
Total des encours de long terme	2 793	1 148	1 645
Titres de créance à long terme	60		60
Crédits à long terme	32	1 140	-1 108
Actions cotées	172		172
Actions non cotées	417		417
Autres participations	193	8	185
Titres d'OPC non monétaires	282		282
Provisions techniques d'assurance	1 637		1 637
Autres	312	287	25
Total de l'ensemble des encours	4 429	1 471	2 958

Sources : AMF, Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005

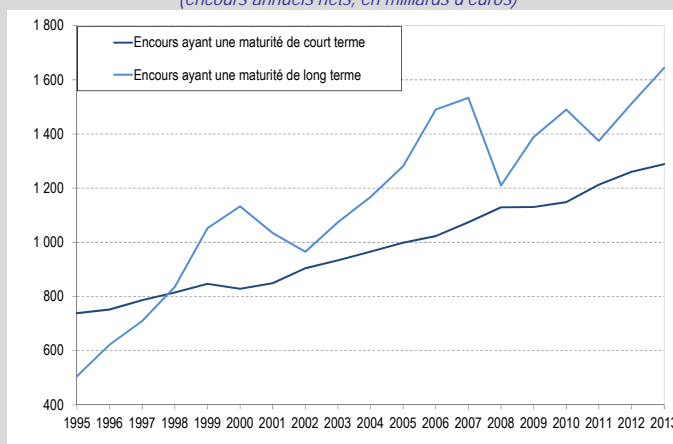
2/ Dynamique de la contribution des ménages au financement de long terme

L'application de cette décomposition du patrimoine financier des ménages selon la maturité des encours qu'ils détiennent entre 1995 et 2013 révèle que les ménages contribuent plus fortement au financement de long terme de l'économie qu'à celui de court terme depuis 1998.

Si la crise financière a réduit de 21 % la contribution des ménages au financement de long terme en 2009, cette diminution n'a pas été en mesure d'inverser la tendance : la contribution des ménages au financement de long terme est demeurée supérieure à leur contribution au financement de court terme. Après avoir enregistré une baisse de 7 % de leur contribution au financement de long terme en 2011, celle-ci est repartie à la hausse en 2012 (10 %) et 2013 (9 %).

Enfin, l'importance des encours des placements financiers des ménages consacrés aux placements à court terme (1 289 milliards d'euros fin 2013) laisse percevoir un potentiel de développement de l'épargne longue, garante de la croissance économique et des investissements de demain.

Graphique 116 : Dynamique de la contribution des ménages au financement de long terme (encours annuels nets, en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, calculs AMF.

²¹² Une décomposition du bilan agrégé des agents non financiers résidents selon la maturité des encours est proposée pour l'année 2009 dans Garnier (2012).

3.3. Rentabilité sur longue période des actifs détenus par les ménages : les actions, placement le plus rentable à long terme

Ces dernières années, la confiance des épargnants dans les marchés financiers s'est érodée, en raison notamment des fortes baisses des marchés d'actions dans les années 2000. Il en résulte que les choix d'investissements longs et risqués ont pu être freinés et que les particuliers investissent de moins en moins dans des valeurs mobilières (actions, OPC actions, etc.).

Un rendement réel moyen de 6,17 % des actions entre 1988 et fin 2013

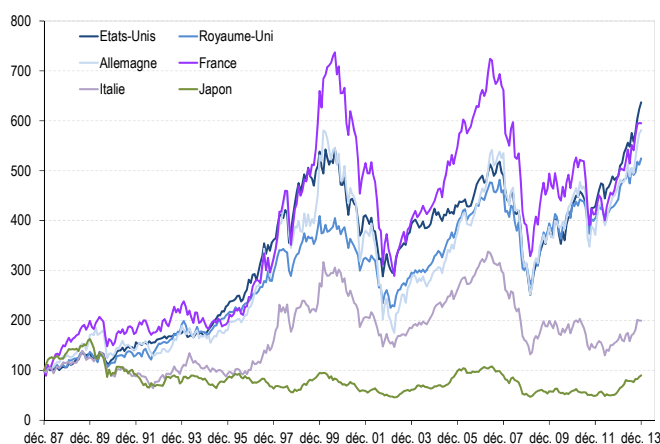
Des analyses menées par l'AMF²¹³ montrent pourtant qu'un investissement en actions françaises réalisé en 1988 et conservé jusqu'à fin 2013 a procuré, en tenant compte des dividendes réinvestis et une fois l'inflation déduite, un rendement réel moyen de 6,17 % par an. Seuls les investissements en obligations d'État à 10 ans, quoique avec un rendement moyen inférieur (5,87 % l'an), ont concurrencé celui des actions. La performance des actions provient en grande partie des dividendes versés et réinvestis²¹⁴ (la moitié du rendement). Elle résulte également clairement de la période et de la durée de l'investissement.

Un rendement réel des actions similaire au Royaume-Uni, en Allemagne, ou aux États-Unis à celui observé en France

Des investissements sur des durées plus courtes (10 ans par exemple) n'ont pas toujours pu procurer un rendement positif. L'allongement de l'horizon de placement et la diversification constituent des réponses adaptées au risque présenté par les actions. L'allongement de l'horizon de placement peut en effet gommer les fortes variations des rendements annuels des actions et permet de profiter de la tendance de long terme de hausse des marchés d'actions. De même, une diversification en actions offre aux investisseurs, sur le long terme, un potentiel de rendement attractif. Dividendes réinvestis, les placements en actions américaines, allemandes ou britanniques ont procuré des rendements similaires à ceux en actions françaises sur la période allant de 1988 à 2013.

Toutefois, la détermination de la période de référence est cruciale pour apprécier la rentabilité réelle d'un investissement, qui dépend non seulement de l'actif considéré, mais aussi de l'inflation et des taux d'intérêt. Un investissement sur une période de long terme est donc parfois nécessaire pour permettre à la rentabilité d'être positive²¹⁵.

Graphique 117 : Les performances comparées des actions, dividendes réinvestis et inflation déduite, de 1988 à 2013 (base 100 au 31 décembre 1987)



Note de lecture : Les indices utilisés pour les différents marchés sont : France : CAC 40 ; Allemagne : Dax 30 ; Italie : Indice « large » (Datastream) ; Royaume Uni : FTSE ; États-Unis : S&P 500 ; Japon : TOPIX.
Sources : Thomson Reuters, Datastream, calculs AMF.

²¹³ Voir AMF (2013a) et Bluet (2013) pour une première analyse portant sur une période différente (1988-juin 2013).

²¹⁴ Pour mémoire, en août 2013, Euronext a présenté l'indice de rentabilité CAC 40 GR (*Gross Return*), à savoir le CAC 40 à dividendes bruts réinvestis.

²¹⁵ Voir le rapport (2009) « Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers » d'Olivier Garnier et de David Thesmar pour le Conseil d'Analyse Economique : <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/086.pdf>

*Rentabilité
historique des
placements en
France*

L'AMF a comparé pour la France, sur les 25 dernières années (1988 à 2013), la rentabilité des principaux placements suivant:

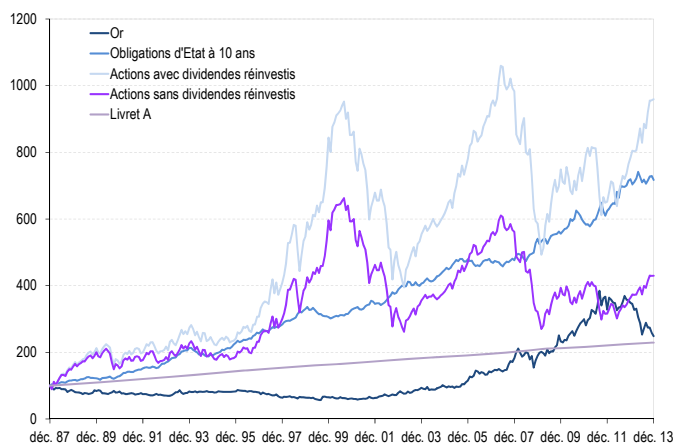
- le Livret A ;
- les actions (CAC 40) ;
- les obligations d'état à 10 ans ;
- l'immobilier parisien et
- l'or.

Le Graphique 118 montre l'évolution d'un placement unique effectué en janvier 1988 et détenu de façon ininterrompue jusqu'à fin 2013. Pour rendre compte d'éventuelle perte de pouvoir d'achat subie par ces placements (« la performance réelle »), l'évolution a été calculée en déduisant l'inflation. Depuis 1988, sur 25 ans, les placements en actions, avec dividendes versés réinvestis, ont constitué le placement le plus rentable malgré les fortes baisses des années 2000, juste devant les placements en titres souverains. De 1988 à 2013, les montants investis en actions françaises ont été multipliés par plus de 5,5. Cette progression traduit donc un rendement annuel réel moyen de 6,17 %. Sans réinvestissement des dividendes, le rendement est deux fois plus faible : le capital de départ n'a été multiplié que par 2,6, soit un rendement réel moyen de 2,94 % par an.

Sur cette même période, la performance dégagée par les emprunts d'État est proche de celle des actions (dividendes réinvestis). Le taux de rendement réel moyen a été de 5,87 % par an en France. Ce résultat découle de la baisse quasiment continue des taux d'intérêt à long terme au cours de cette période, qui s'est accompagnée d'une inflation relativement stable et modérée depuis les années 1990. L'or et l'immobilier parisien apparaissent en revanche moins rentables que les actions françaises sur 25 ans. En effet, sur 25 ans, la performance d'un investissement dans l'immobilier résidentiel parisien reste en deçà de celles des actions et des obligations du fait de la chute des prix des logements dans les années 1990. Néanmoins, l'absence de prise en compte des loyers perçus conduit à sous-estimer la performance de l'immobilier et ce d'autant plus que le propriétaire occupant fait une économie de loyers qu'il peut placer. Il faut donc nuancer ce constat sur l'immobilier, dont la rentabilité globale devrait être supérieure. La rentabilité des placements en or a, quant à elle, été négative jusqu'au milieu des années 2000.

Au total, sur plus de 25 ans (de janvier 1988 à décembre 2013), le capital initial a été multiplié par 2,81 dans le cas d'un placement l'immobilier, et par 1,54 (contre 2,17 sur la période 1988-2012) dans le cas d'un investissement en or.

Graphique 118 : Performances réelles comparées des principaux actifs financiers de 1988 à 2013 en France
(base 100 au 31 décembre 1987)

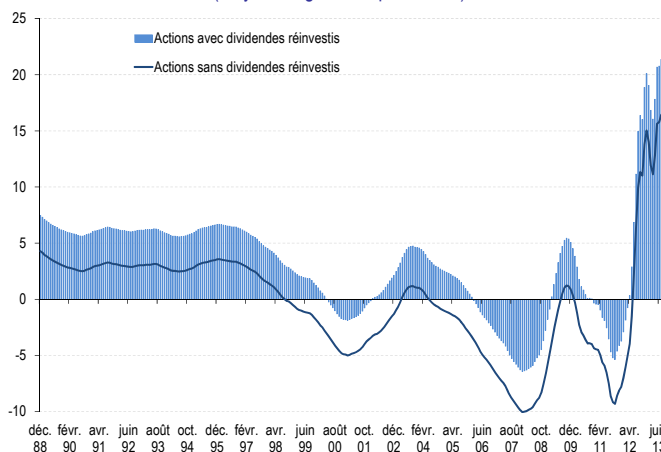


Sources : AMF, Thomson Reuters, calculs AMF.

Le risque d'un placement en actions se réduit avec la durée du placement

Comme le montre le Graphique 119, l'allongement de la durée d'investissement constitue une solution au risque des placements en actions. Il permet de gommer en partie les fortes variations des rendements annuels et de profiter de la tendance de long terme de hausse des marchés d'actions (assise sur celle des dividendes distribués). Ainsi, pour les investissements effectués entre 1988 et 1996, les gains engrangés ont été suffisamment importants pour compenser les pertes générées par les deux principaux chocs boursiers des années 2000.

Graphique 119 : Taux de rendement réels annuels moyens constatés fin 2013 en fonction de l'année de départ du placement (Moyennes géométriques, en %)



Sources : AMF, Thomson Reuters, calculs AMF.

3.4. Comparaison internationale des comportements d'épargne

Les comparaisons internationales²¹⁶ (Graphique 121 et Graphique 122) font apparaître de fortes disparités dans les comportements d'épargne des ménages, qui se retrouvent dans la structure des flux d'épargne et du patrimoine financier des ménages de 2012²¹⁷. Ces disparités reflètent des spécificités tant individuelles (âge, composition familiale des ménages, préférences en matière de risques) que nationales, telles que les choix en matière de protection sociale (et plus particulièrement en matière de système de retraite, d'assurance chômage et maladie), d'incitations fiscales ou provenant d'autres réglementations.

Hétérogénéité persistante des comportements d'épargne en Europe

De 2011 à 2012, la dynamique des flux de placements financiers de ménages a été inégale au sein des pays européens : si ces flux ont progressé aux Pays-Bas, en Allemagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni, ils ont au contraire diminué en France, en Espagne et en Italie (Graphique 120 et Graphique 121). La relative hétérogénéité des comportements d'épargne observée ces dernières années au sein des pays européens se maintient en 2012 (Graphique 121). La comparaison de la structure des flux de placements des ménages français avec celle prévalant dans les principaux pays européens en 2012 invite à distinguer deux groupes :

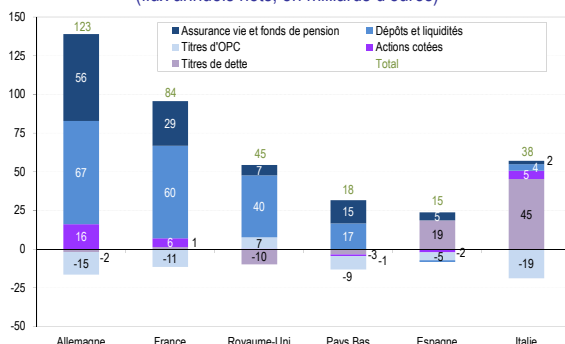
- un premier groupe, constitué de l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, où les flux à destination des dépôts bancaires ainsi que les contrats d'assurance vie et des fonds de pension (quand ils existent) sont prépondérants au sein du total des flux financiers retenus ;

²¹⁶ Voir Arrondel *et al.* (2013) et de Bonis *et al.* (2012) pour une comparaison internationale du patrimoine des ménages des principaux pays de l'OCDE actualisée sur la période 1980-2011.

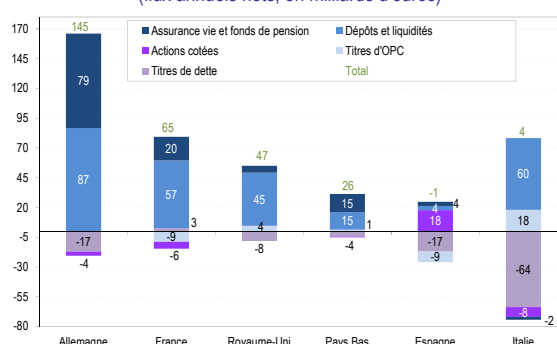
²¹⁷ Faute de données statistiques pour certains pays en 2013 à la date de rédaction, l'analyse porte sur les données de l'année 2012.

- un second groupe, constitué de l'Italie et de l'Espagne, où le marché de l'assurance vie et des fonds de pension n'est pas aussi développé et où de forts mouvements sur les placements sous forme de titres de dette sont enregistrés.

Graphique 120 : Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2011 (flux annuels nets, en milliards d'euros)



Graphique 121 : Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2012 (flux annuels nets, en milliards d'euros)



Note de Lecture : Les autres actions (actions non cotées et les autres participations) ne sont pas prises en compte¹⁸.
Sources : AMF, Banques centrales nationales et OCDE pour l'Italie et les Pays-Bas¹⁹.

Les ménages italiens et, dans une moindre mesure, espagnols se distinguent plus particulièrement des ménages des autres pays présentés, en raison de l'importance de leurs placements en titres de dette (notamment en obligations d'État). Cette tendance de long terme résulte de plusieurs facteurs dont une abondante offre d'obligations, liée à la persistance des déficits publics, et une politique fiscale incitative, reposant sur l'absence de droits de succession sur les titres obligataires.

Contrairement à 2011, les ménages italiens et espagnols ont cédé leurs titres de dette en 2012. En Italie les placements en obligations bancaires²²⁰, traditionnellement importants, ont fait l'objet d'un important désengagement et ont basculé vers les livrets et dépôts à terme, soutenus par les taux de rémunération attractifs offerts par les banques italiennes et plus élevés que dans les autres pays.

Ces disparités internationales observées au niveau des flux d'épargne des ménages se retrouvent en partie au niveau des principaux encours détenus par les ménages dans les principaux pays européens. Ainsi, l'Espagne se caractérise par la très forte concentration des placements des ménages sur les dépôts bancaires (62 % des encours retenus), reflet du rôle significatif de l'intermédiation bancaire traditionnelle, tandis que la part de l'assurance vie et des fonds de pension (18 %) y est particulièrement modeste au regard des autres pays européens. Dans une moindre mesure, l'Italie présente les mêmes spécificités que l'Espagne. Toutefois sa singularité au sein de l'Europe réside dans la forte détention de titres de dette et plus particulièrement en obligations souveraines : 25 % des principaux encours détenus par les Italiens sont des titres de dette. Cherchant à accroître leurs dépôts, les banques espagnoles ont également augmenté les taux de rémunération associés aux nouveaux dépôts à terme de mai à novembre 2012 qui sont passés de respectivement 2,32 % à 3,01 %. Depuis ces taux de rémunération ont diminué s'établissant à 1,38 % en août 2013, avant de remonter légèrement à 1,42 % en septembre selon les dernières données disponibles à la date de rédaction.

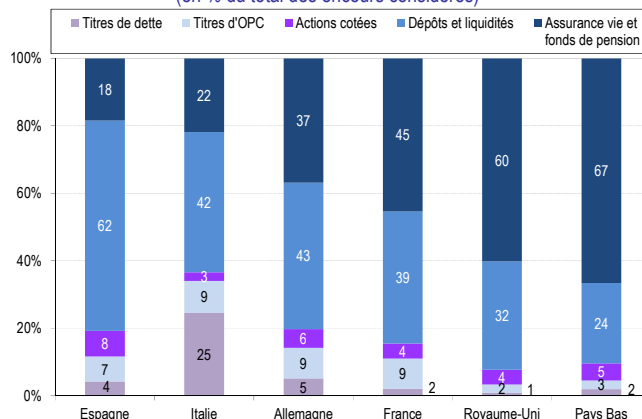
²¹⁸ L'hétérogénéité du recensement et de la valorisation des actions non cotées selon les pays rend difficile la comparaison de données nationales.

²¹⁹ Banque de France (<http://www.banque-france.fr>), Banque Fédérale d'Allemagne (<http://www.bundesbank.de>), Banque d'Espagne (<http://www.bde.es>), Office National des Statistiques du Royaume-Uni (<http://www.ons.gov.uk>) et OCDE (<http://stats.oecd.org>) pour l'Italie et les Pays-Bas.

²²⁰ Selon l'OEE, la baisse des obligations porterait exclusivement sur les obligations bancaires et non les obligations publiques.

Le Royaume-Uni et les Pays-Bas se distinguent par la place prépondérante qu'occupent l'assurance vie et les fonds de pension dans le patrimoine financier des ménages. À cet égard, les Néerlandais font figure de cas spécifique : 67 % des principaux encours composant le patrimoine financier de leurs ménages sont constitués de contrats d'assurance vie et de fonds de pension. Dans ces deux pays, l'importance des placements à destination des fonds de pension s'explique par l'existence de systèmes de retraite reposant principalement sur la capitalisation.

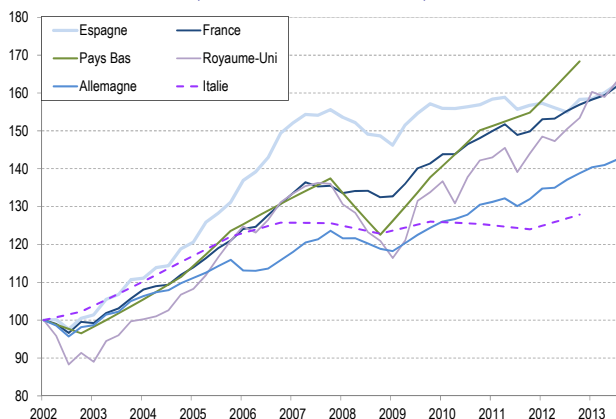
Graphique 122 : Structure des principaux encours financiers des ménages en 2012 dans quelques pays européens (en % du total des encours considérés)



Sources : AMF, Banques centrales nationales, OCDE pour l'Italie et les Pays-Bas.

Au regard des comportements observés chez leurs principaux voisins, le patrimoine financier des ménages français présente une structure intermédiaire entre celle observée en Espagne, en Italie ou en Allemagne et celle propre au Royaume-Uni ou aux Pays-Bas. En effet, les principaux encours financiers des ménages français sont composés d'une proportion forte de placements bancaires, à l'instar de ce qui est observé en Italie ou en Allemagne. Simultanément, l'importance du poids des contrats d'assurance vie dans le total des actifs financiers des ménages français les rapproche de leurs homologues britanniques et néerlandais.

Graphique 123 : Évolution des principaux encours financiers des ménages dans les principaux pays européens (base 100 en décembre 2002)



Sources : AMF, Banques centrales nationales, OCDE pour l'Italie et les Pays-Bas.

Un regard rétrospectif sur une plus longue période (2002-2013) fait clairement apparaître l'impact de la dernière crise financière sur la dynamique du patrimoine financier des ménages européens. En effet, dans tous les pays, le taux de croissance annuel moyen de

l'ensemble des principaux encours financiers composant ce patrimoine accuse une forte baisse sur la période 2007-2012 relativement à sa valeur sur la période 2002-2006²²¹. En France, ce taux est passé de 7 % à 2 %. Le ralentissement a certes été plus brutal encore en Espagne et au Royaume-Uni, où le taux de croissance annuel moyen est passé respectivement de 10,4 % à 0,1 % et de 9,5 % à 1,1 %. Mais il a été moindre en Allemagne (1,3 % sur 2007-2012 contre 4,2 % sur 2002-2006). Néanmoins sur l'ensemble de la période 2002-2012, le patrimoine financier des ménages français a progressé de 59 %, à l'instar de l'Espagne une croissance inférieure à celle observée aux Pays-Bas (+74 %) et au Royaume-Uni (+68 %) mais supérieure à celle de l'Allemagne (+41 %) et de l'Italie (+25 % en Italie).

3.5. Une exposition des ménages au risque en capital faible mais légèrement croissante

Le patrimoine des ménages est constitué d'un ensemble de produits financiers ayant des caractéristiques différentes en termes de liquidité, de rendement moyen, de traitement fiscal, de coûts de détention ou de complexité de gestion mais également en termes de risque financier de perte en capital, qui désigne l'éventualité pour les ménages de perdre tout ou partie de la valeur du capital investi à l'issue de leur placement.

Le degré d'exposition au risque en capital des ménages varie, selon l'actif financier considéré²²², entre l'absence totale de risque, lorsque la valeur du capital est intégralement garantie (l'épargnant étant assuré de récupérer l'intégralité de la valeur du capital placé à l'issue du placement), au risque maximum, lorsque cette valeur n'est aucunement garantie et est ainsi susceptible, en théorie au moins, d'être totalement perdue à l'issue du placement. Plus généralement, le degré de risque en capital se mesure à partir de la volatilité de la valeur du capital récupérée à l'issue du placement : plus la volatilité est forte, plus le risque est élevé (Encadré 20).

Encadré 20 : Risque en capital associé aux actifs financiers détenus par les ménages

Le patrimoine financier des ménages est constitué d'un ensemble d'actifs ayant des caractéristiques différentes en termes de risque en capital désignant la possibilité pour l'épargnant de perdre tout ou partie de la valeur du capital investi à l'issue de son placement.

Les degrés de risque en capital associés aux principaux actifs financiers constituant le patrimoine financier des ménages, classés par ordre croissant, sont les suivants :

- ▶ **Dépôts et liquidités :**
L'ensemble des produits financiers constituant les dépôts et liquidités ne sont pas sans risque de perte de capital. Le montant des comptes de dépôts et autres produits d'épargne couverts par le Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution (FGDR) est, par exemple, de 100 000 euros par personne et par établissement bancaire.
- ▶ **Les titres de créance :**
Les titres de créance (obligations) comportent un risque en capital car l'émetteur des titres (société, banque ou État) peut ne pas être en mesure d'honorer le remboursement à l'échéance. Un risque supplémentaire existe lorsque les détenteurs d'obligations souhaitent revendre leurs titres avant l'échéance, car le prix des obligations varie au cours du temps.
- ▶ **Les contrats d'assurance vie : une exposition au risque variable selon les contrats**
Contrairement aux contrats d'assurance vie en euros, les contrats d'assurance en unités de compte n'offrent aucune garantie en capital à l'épargnant, qui porte l'intégralité du risque en capital.
- ▶ **Les titres d'OPC : une exposition au risque variable selon les classes d'actifs sous-jacents**
Le degré de risque en capital des titres d'OPC varie selon la ou les classes d'actifs dans lesquels le portefeuille est investi et selon la composition de ce portefeuille.
- ▶ **Les actions :**
Les actions sont des actifs financiers risqués puisqu'en théorie, l'intégralité de la valeur du capital investi en actions peut être perdue si personne ne se porte acquéreur lorsque

²²¹ Les périodes considérées sont de 4 ans : du 31 décembre 2002 au 31 décembre 2006 et du 31 décembre 2007 au 31 décembre 2012.

²²² Voir Encadré 20.

l'épargnant souhaite les céder. Les actions cotées font partis des actifs les plus risqués, au sens où leur valeur (cours de l'action) est susceptible de connaître de fortes variations au cours du temps en fonction des échanges effectués en bourse. Le risque en capital des actions non cotées est difficilement mesurable, faute d'évaluation sur une place financière. Elles sont, de ce fait, parfois éliminées de l'évaluation des risques ou placées avec les autres participations dans la classe des actifs risqués non liquides.

Mesurer l'exposition au risque en capital des ménages à partir de leur patrimoine financier est rendu complexe par le développement de l'intermédiation multiple : typiquement, un placement en assurance vie investi en titres d'OPC. Mesurer finement les risques nécessite ainsi la décomposition de cette chaîne d'intermédiation. Une telle décomposition s'avère difficile, faute de données disponibles à un niveau suffisamment désagrégé et conduit à recourir à des estimations, qui, selon leur précision, affectent la qualité de l'évaluation générale des risques.

Afin d'évaluer le degré d'exposition au risque de perte en capital de l'épargne financière des ménages, deux évaluations sont proposées, la seconde tentant d'être plus précise que la première en décomposant les chaînes d'intermédiation intervenant dans la gestion de patrimoine.

Tableau 16 : Structure des risques financiers portés par les ménages
(en % de l'ensemble des principaux encours financiers nets)

	2012		2013		Évolution				
	en milliards d'euros	en %	en milliards d'euros	en %	2002-06 moy. / an	2007-12 moy. / an	10-11 en %	11-12 en %	12-13 en %
Actifs liquides et non risqués	1001	26	1027	26	5,1	5,2	5,0	4,2	2,6
Numéraire	62	2	67	2	6,7	11,6	11,8	9,9	7,7
Autres*	9	0	8	0	1,3	5,3	12,4	2,6	-5,1
Dépôts à vue	307	8	323	8	3,8	2,8	2,1	-1,6	5,2
Placements à vue	600	16	611	15	6,8	8,3	7,8	8,7	1,9
Titres d'OPC monétaires	23	1	18	0	-1,4	-21,2	-18,7	-26,1	-23,8
Autres actifs non risqués	1538	41	1578	40	6,2	6,0	3,7	2,0	2,6
Comptes à terme	83	2	76	2	-0,7	4,7	24,1	9,1	-8,9
Épargne contractuelle	213	6	221	6	-1,2	-1,2	1,0	0,6	4,0
Assurance vie en euros	1243	33	1281	32	9,4	7,6	3,1	1,8	3,1
Actifs liquides et risqués	480	13	514	13	9,0	-2,6	-10,2	12,5	7,1
Titres de créance	66	2	60	2	-6,6	2,1	-3,6	10,4	-9,1
Actions cotées, dont :	145	4	172	4	16,6	-9,1	-19,0	11,0	17,9
<i>Actions cotées françaises</i>	132	3	157	4	15,8	-9,6	-19,9	11,3	19,0
Titres d'OPC non monétaires	268	7	282	7	8,5	0,9	-6,2	13,8	5,3
Autres actifs risqués	774	20	859	22	15,8	-0,8	-7,1	11,8	11,0
Actions non cotées	355	9	417	10	17,0	-4,3	-11,9	14,3	17,3
Autres participations	185	5	185	5	13,7	7,9	1,8	8,3	0,2
Assurance vie en UC	233	6	257	6	15,0	-0,7	-6,3	10,9	10,0
Total des principaux encours financiers des ménages	3793	100	3978	100	8,2	3,0	-0,1	5,7	4,9

Note de lecture : * Autres comprend les intérêts courus non échus sur dépôts et les dépôts et cautionnements divers.
Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, calculs AMF.

Une première perception de l'exposition du patrimoine financier des ménages au risque en capital peut être obtenue en classant²²³ simplement l'ensemble des actifs détenus au regard de leur degré de liquidité²²⁴ et de risque en capital, sans chercher à décomposer finement les chaînes d'intermédiation intervenant dans la gestion de leur patrimoine financier (Tableau 16).

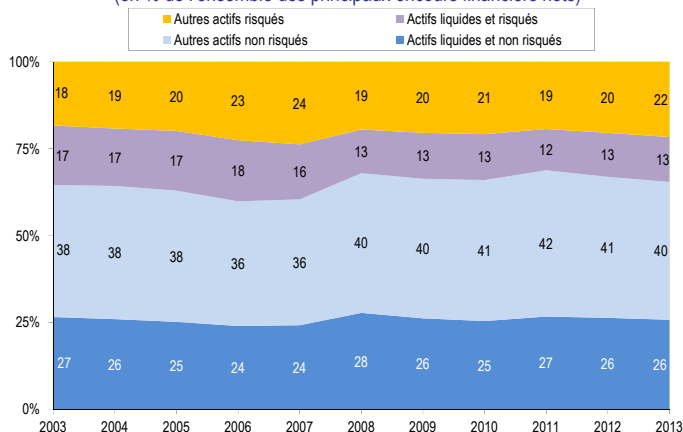
D'après cette décomposition, le patrimoine financier des ménages s'avère globalement modérément risqué : fin 2013, les actifs non risqués représentaient 66 % des principaux encours financiers de ménages. Depuis une décennie, cette part des actifs sans risque dans

²²³ Cette classification est celle présentée dans les tableaux de bord trimestriels de l'épargne des ménages de la Banque de France (2014a).

²²⁴ Si la distinction des actifs selon leur degré de liquidité n'est pas pertinente pour l'analyse des risques affectant la valeur du capital placé, le degré de liquidité peut néanmoins affecter la valeur réelle du capital des actifs financiers en cas d'inflation.

le portefeuille des ménages a toujours été relativement importante : elle varie entre 60 % et 69 % sur les dix dernières années.

Graphique 124 : Structure des risques financiers portés par les ménages
(en % de l'ensemble des principaux encours financiers nets)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2005, calculs AMF.

Plus précisément, elle a diminué de 2003 à 2006, passant de 66 % en 2002 à 60 % en 2006. Stagnant à 60 % en 2007, elle est remontée à 68 % en 2008 et oscille, depuis, entre 66 % et 68 %. Les actifs risqués ont suivi le mouvement inverse. Ainsi, ils se sont élevés progressivement de 34 % à 40 % en 2006, puis, après une année de stagnation à 40 % en 2007, ils ont retrouvé un niveau plus faible, oscillant entre 32 % et 34 % depuis 2008. En 2013, la part des actifs risqués a augmenté de 1,5 point par rapport à 2012, principalement du fait de l'augmentation des encours des actions non cotées (Graphique 124).

La décomposition simple des risques en capital présentée (Tableau 16) montre, par ailleurs, que parmi l'ensemble des actifs risqués, seuls les titres de créance, les OPC non monétaires et les autres participations ont vu leur part augmenter entre 2007 et 2012.

Au sein des actifs non risqués, les encours en titres d'OPC monétaires ont connu une forte baisse, tant durant la période 2007-2012 (taux de croissance annuel moyen de -21,2 %) qu'en 2013 (-23,8 % en moyenne annuelle). Les encours en épargne contractuelle ont également diminué, mais dans une proportion plus faible, s'inscrivant dans le prolongement de la baisse observée sur la période 2002-2006.

Une autre perception du risque en capital peut être obtenue en recourant à l'estimation de la décomposition de la chaîne d'intermédiation des titres détenus par les ménages. Dans cette optique, la classification²²⁵ des actifs financiers détenus par les ménages en fonction de leur degré de risque est présentée Tableau 17, dans lequel le risque est croissant avec le niveau de l'indice : la classe de risque 1 regroupant les actifs faiblement risqués.

²²⁵ Faute de données disponibles, la décomposition des catégories d'actifs financiers retenue repose en particulier sur une estimation de la répartition des encours des OPC non monétaires en fonction des différentes classes d'actifs sous-jacents. Cette estimation repose sur l'attribution de clés répartition déduites des séries utilisées comme approximations.

Tableau 17 : Présentation des classes de risque

Degré de risque	Composition
Actifs de risque 1	- Dépôts et liquidités, dont la monnaie fiduciaire et l'épargne bancaire (dépôts à vue, livrets, dépôts à terme, PEL, PEP) - OPC monétaires, - Titre de dette à court terme détenus directement, - Contrats d'assurance vie en euros
Actifs de risque 2	- Obligations détenues directement, - OPC obligataires, - OPC garantis et à formule
Actifs de risque 3	- OPC actions, - OPC diversifiés et alternatifs
Actifs de risque 4	- Actions cotées détenues en direct - Actions cotées détenues via l'épargne salariale
Actifs de risque 5	- Autres participations - Actions non cotées

Source : AMF.

En répartissant les principaux encours financiers des ménages selon la grille de risque ainsi définie, les résultats suivants sont obtenus (Tableau 18).

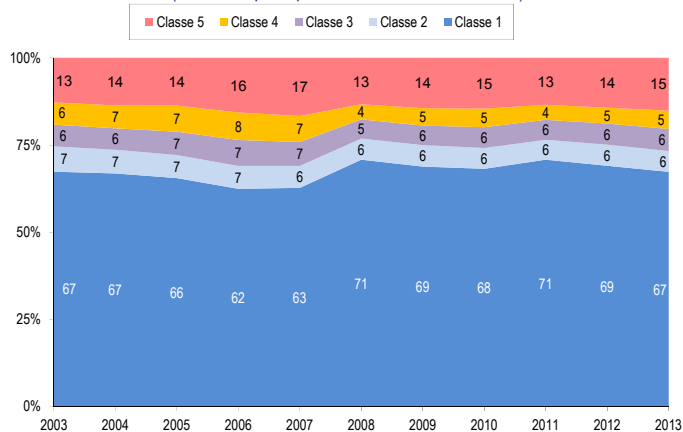
Tableau 18 : Répartition des classes de risque au sein des principaux encours des ménages (poids en % et écarts en points)

Degré de risque	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Écart 2007-2013
Actifs de risque 1	68,1	67,4	66,9	65,6	62,5	62,7	70,8	68,9	68,2	70,8	69,1	67,3	4,6
Actifs de risque 2	7,8	7,2	6,8	6,6	6,6	6,3	6,1	6,1	6,0	5,7	6,1	6,0	-0,4
Actifs de risque 3	6,1	6,3	6,2	6,7	7,4	6,9	5,5	5,6	5,9	5,7	6,0	6,4	-0,5
Actifs de risque 4	6,3	6,4	6,5	7,5	7,9	7,4	4,3	5,0	5,3	4,3	4,6	5,2	-2,2
Actifs de risque 5	11,7	12,8	13,6	13,7	15,6	16,6	13,3	14,4	14,5	13,4	14,2	15,1	-1,5

Sources : Banque de France, calculs AMF.

A l'instar de la première évaluation, le patrimoine financier des ménages s'avère peu risqué en capital. Selon cette estimation des risques financiers portés par les ménages en décomposant la chaîne d'intermédiation des titres qu'ils détiennent, l'exposition des ménages au risque en capital a sensiblement diminué depuis 2007 et est depuis relativement stable. Selon cette classification, les actifs les moins risqués représentent un peu plus de 67 % de l'encours total des principaux placements financiers des épargnants en 2013.

Graphique 125 : Évolution du poids des placements financiers selon leur classe de risque (en % des principaux encours financiers nets)



Source : Banque de France, calculs AMF.

Les actions cotées (classe 4) constituent la classe de risque dont le poids a le plus diminué entre 2006 et 2011, passant de 7,9 % en 2006 à 4,3 % en 2011, soulignant la défiance croissante des ménages face aux placements boursiers. Porté par les bonnes performances boursières de 2012 et 2013, la part de cette classe de risque remonte progressivement : elle s'établissait à 5,2 % en 2013.

Hors actions non cotées et autres participations, les placements à fort contenu en actions conservent en 2013 un poids sensiblement identique à celui observé en 2010, qui varie entre 10,6 % selon la seconde évaluation et 10,8 % selon la première évaluation.

Encadré 21 : Quelle protection pour les investisseurs du *crowdfunding* par souscription de titres dans le futur cadre réglementaire de la finance participative ?

L'AMF et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), en concertation avec les ministères de l'économie et des finances, ont élaboré un nouveau cadre réglementaire permettant le développement du financement participatif tout en assurant un niveau de protection suffisant des investisseurs.

La loi n° 2014-1 du 2 janvier 2014 habilite le gouvernement à simplifier et sécuriser la vie des entreprises afin notamment de favoriser le développement du financement participatif dans des conditions sécurisées. L'ordonnance du 30 mai instituant ce nouveau cadre réglementaire a été publiée le 31 mai 2014. Son entrée en vigueur est prévue le 1^{er} octobre 2014, après publication des décrets.

Les principales dispositions concernant les plates-formes de financement participatif proposant la souscription de titres financiers prévoient :

- ▶ La création d'un nouveau statut de conseiller en investissement participatif (CIP) qui permet de démarrer cette activité sans exigence réglementaire de fonds propres. En contrepartie, il s'agit d'un statut exclusif n'autorisant que des opérations sur titres simples. Il pourra cependant se cumuler avec le nouveau statut d'Intermédiaire en financement participatif (IFP) prévu pour les plates-formes de prêt rémunéré ;
- ▶ Le projet de doctrine commune à l'ACPR et à l'AMF précisant la définition du service de placement non garanti prévoit que les sites internet qui rapprochent des émetteurs dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché peuvent être regardés comme ne fournissant pas le service de placement non garanti dès lors que ces plates-formes de souscription de titres financiers proposent :
 - Un accès progressif aux détails des offres sur le site internet.
Les investisseurs intéressés doivent répondre à deux questions permettant à la plate-forme de s'assurer qu'ils ont pris connaissance des risques de ce type de placement (perte totale ou partielle du capital investi et illiquidité), qu'ils les comprennent et les acceptent afin d'accéder aux détails des offres ;
 - Une sélection de plusieurs projets entrepreneuriaux à l'issue de *due diligences* ;
 - La souscription après la réalisation d'un test d'adéquation.
En effet, la plate-forme doit subordonner la souscription à la réponse à d'autres questions relatives à la situation familiale, patrimoniale et professionnelle de l'investisseur, à son expérience et à ses connaissances en matière financière ainsi qu'à ses objectifs. Ces questions permettent de confirmer ou d'infirmer que l'investissement choisi parmi les projets sélectionnés est effectivement adapté au profil de l'investisseur.

En outre, ces plates-formes ne devront pas rechercher activement de souscripteurs pour une opération spécifique et elles devront être habilitées à fournir le service de conseil en investissement en tant que prestataire de services d'investissement (PSI) ou conseiller en investissements participatifs (CIP).

Les offres au public de titres financiers, y compris les titres de sociétés par actions simplifiées (SAS) répondant à plusieurs exigences réglementaires, réalisées via un site internet d'accès progressif bénéficieront d'une exemption de prospectus sous certaines conditions, notamment :

- ▶ le montant total de l'offre calculé sur 12 mois ne pourra pas dépasser, pour un même émetteur, un montant fixé par la loi (un million d'euros annoncé par la Ministre déléguée chargée des PME, de l'Innovation et de l'Économie numérique, Fleur Pellerin, le 14 février 2014) ;
- ▶ l'obligation de fournir des informations simples, claires et équilibrées aux investisseurs sur les spécificités du projet et sur les investissements (tels que les risques et les frais liés à ces investissements).

3.6. Développement de l'offre de produits structurés commercialisés auprès du grand public

Depuis une vingtaine d'années, est apparu en Europe le marché des produits structurés à destination des particuliers, qui est en France le plus souvent vendus directement sous le nom d'Organisme de placement collectif (OPC) à formules ou d'*Euro Medium Term Notes* (EMTN) dans des contrats d'assurance vie. Cette offre engendre une exposition à de nombreuses classes d'actifs à travers la mise en œuvre de stratégies elles-mêmes très variées et peu transparentes. Dans le même temps, cette offre permet aux particuliers d'investir dans des produits garantis (totalement ou partiellement garantis), au sens où tout (ou partie) du capital initialement investi doit être in fine restitué.

Ces produits sont considérés comme une alternative d'investissement aux produits bancaires classiques directement indexés sur les taux d'intérêt, historiquement bas depuis quelques années, et comme une réponse à la désaffection croissante des petits épargnants envers les marchés actions. Cette offre financière, si elle a permis d'accroître les réponses apportées aux besoins des épargnants à la recherche de produits adaptés à leurs arbitrages en termes de rendement, de risque et de liquidité, a dans le même temps eu comme contrepartie une complexité accrue, nuisant *in fine* à la compréhension de ces produits faute d'un signalement et d'une transparence adaptés pour les investisseurs non professionnels. Or, la complexité de ces produits est plus importante encore, dès lors qu'elle est devenue un élément de différenciation permettant la mise en concurrence des acteurs.

L'analyse statistique globale de leur détention par les épargnants français est toutefois rendue difficile par le manque d'homogénéité de ces produits et par l'absence de définition claire et précise de ceux-ci. Ils sont donc souvent approchés par une série de critères qui rend malaisée la délimitation d'un périmètre stable dans le temps. Toutefois, dans le cadre de la révision de la directive MIF²²⁶ sur les instruments financiers, mais aussi à la lumière des travaux en cours au niveau européen et international, la notion de complexité de ces instruments financiers se précise.

La notion de complexité des produits d'investissement, si elle est fréquemment invoquée dans différents contextes réglementaires, n'a pas de valeur juridique claire. Elle se retrouve au niveau des textes communautaires mais également dans les positions de doctrine de quelques États comme la France. Elle s'applique à différents contextes : mode de commercialisation des produits financiers, adéquation et caractère approprié d'un produit ou d'un service au profil du client grand public.

La notion de complexité se précise au niveau européen

Si les directives MIF I et II abordent la notion de complexité des instruments financiers « par la négative »²²⁷, c'est-à-dire en se limitant à définir les instruments financiers non complexes à travers des critères et des présomptions, sans jamais énoncer le terme de « produits complexes », l'AMF définit, en cohérence avec la recommandation de l'ACPR sur la commercialisation des contrats d'assurance vie en unités de compte constitués d'instruments financiers complexes, quatre critères permettant d'évaluer si les instruments financiers concernés présentent un risque de mauvaise appréhension des risques par le client non professionnel et d'inintelligibilité de l'instrument financier : notamment des OPC et FIA à formule ainsi que des titres de créance complexes tels que les EMTN complexes (Graphique 127). En effet, les produits doivent être proposés au regard du profil de risque de l'investisseur de ses connaissances et de son expérience, conformément à ce que prévoit la directive MIF.

²²⁶ Directive 2004/39/EC.

²²⁷ Article 19§6 de la directive 2004/39/CE et article 38 de la directive 2006/73/CE : définition des produits non complexes, c'est-à-dire des produits qui peuvent être commercialisés en exécution simple, sans l'obligation pour le professionnel de requérir préalablement des informations sur la connaissance et l'expérience de son client en matière d'investissement.

Par ailleurs, l'objectif initial de la proposition de règlement « PRIIPS »²²⁸ d'uniformiser l'information précontractuelle remise aux investisseurs non professionnels pour les produits financiers dont la performance est fonction d'autres actifs, c'est-à-dire de produits dits « packagés » (obligations structurées, OPC, dépôts structurés, contrats d'assurance vie en unités de compte, etc.) à l'aide d'un document d'information clé pour l'investisseur (DICI)²²⁹, a été complété en 2012 lors de son adoption²³⁰ par de nouvelles dispositions qui vont au-delà de la stricte information précontractuelle. Ces dispositions, pour certaines inspirées de la directive MIF II, prévoient des règles en matière de gouvernance des produits, d'intervention des autorités européennes et nationales ainsi que la création d'un label « complexe ». De manière plus complémentaire et afin d'améliorer la protection des investisseurs, les propositions de réglementation visent désormais également la gouvernance des produits à toutes les étapes de son cycle de vie (conception-gestion-distribution)²³¹, notamment la mise en place de test d'adéquation.

*Une approche
privilégiant
la
commercialisation*

Pour appréhender l'offre de produits structurés au niveau statistique, deux types d'approches coexistent :

- celle de la commercialisation, privilégiant les produits d'investissement vendus aux particuliers lors d'une période fixe. Ces produits (également qualifiés de *Tranche Products*) comprennent notamment les fonds structurés et les EMTN²³² ; cette approche sera privilégiée dans l'étude statistique présentée dans cette section ;
- celle de l'offre directe sur le marché, privilégiant les produits structurés cotés. Ces produits (également qualifiés de *continuous products*) comprennent par exemple des produits de flux (bonus avec seuil maximum, *certificats discounts*), les options (warrants, turbos)²³³ mais aussi les *contracts for difference* (CFD). Cette seconde approche conduit à un recensement de produits plus vaste que la première mais dont la part détenue par les particuliers est plus difficilement appréhendable.

*Une offre
toujours
attractive au
niveau
européen*

Selon les données de *StructuredRetailProducts.com*, depuis le pic observé en 2007 de 250 milliards d'euros, l'offre de produits structurés en Europe poursuit une tendance baissière pour atteindre, en 2013, 104 milliards d'euros (soit une baisse de 11 % par rapport à 2012) (Graphique 126). Les ventes indexées sur des produits actions ont augmenté de 68 milliards d'euros contrairement à celles indexées sur produits de taux, en baisse de 11 milliards par rapport à 2012. En revanche, le nombre de produits offerts aux particuliers européens continue d'augmenter, passant de 14 000 à 19 000 sur un an, traduisant donc une offre toujours très active et dont les montants moyens collectés par produit sont en hausse (passant de 121 millions d'euros à 164 millions d'euros entre 2012 et 2013). Le marché européen des produits structurés est également caractérisé par une forte hétérogénéité de développement au niveau international : ces produits rencontrent

²²⁸ Consultation relative aux produits financiers distribués auprès des investisseurs de détails (26/11/2010).

²²⁹ Ce document au format clair et concis, constitué de différentes rubriques, doit permettre à l'investisseur individuel de disposer des informations de base pour comprendre le produit que celui-ci soit financier, bancaire ou assurantiel et procéder à des comparaisons entre produits « packagés ».

²³⁰ Le 3 juillet 2012 la Commission a adopté une proposition de règlement visant à créer un document avec les informations clés que les concepteurs de produits d'investissement devront établir et communiquer aux investisseurs particuliers quand ceux-ci voudront acheter de tels produits :

http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products/index_fr.htm

Ce texte a fait l'objet de négociations au Conseil de l'Union européenne et au Parlement européen et a été voté le 15 avril 2014.

²³¹ Un rapport publié par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) insiste sur ces problématiques de gouvernance en édictant un ensemble de mesures à chaque étape du cycle de vie du produit financier : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>.

²³² Un produit structuré pour un investisseur particulier se caractérise par :

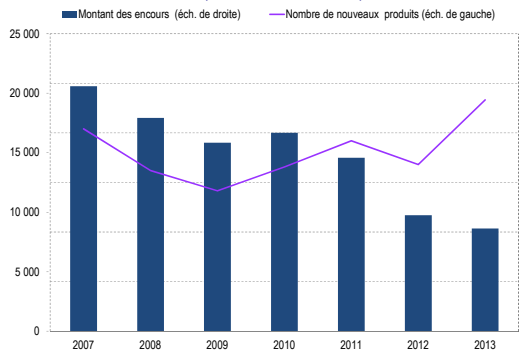
- une échéance : il s'agit d'un produit d'investissement à horizon limité ;
- une formule : la performance à échéance ou les coupons sont calculés mécaniquement par une formule *ex ante* qui est ordinairement structurée à l'aide d'options et autres dérivés ;
- un ou des sous-jacents : la formule s'appuie sur des indices financiers ou des valeurs cotées.

²³³ À titre d'information, 21 769 certificats et warrants sont cotés à Paris et 9 982 ont été émis sur la seule année 2013 sur Euronext Paris.

notamment un grand succès dans des pays comme la Suisse ou l'Allemagne, car il n'existe pas d'équivalent aux OPC (Graphique 127).

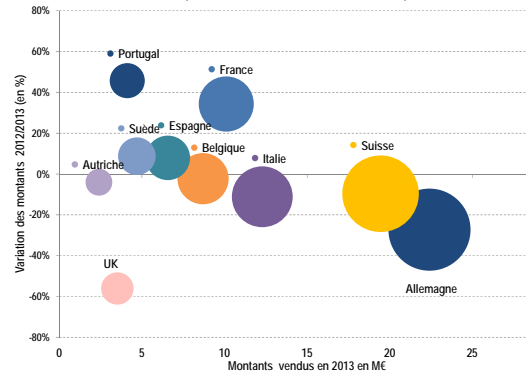
Finalement, l'impact des nouvelles offres en 2013 n'aura pour l'instant que faiblement modifié le niveau des encours en circulation, estimés à 706 milliards d'euros fin 2013 contre 766 milliards d'euros fin 2012, soit une baisse de 8 % sur un an.

Graphique 126 : Montants et émissions des produits structurés entre 2008 et 2013 en Europe (en milliards d'euros)



Sources : AMF, StructuredRetailProducts.com.

Graphique 127 : Montants vendus dans les pays européens et variation des montants entre 2013-2014 (en milliards d'euros et en %)



Sources : AMF, StructuredRetailProducts.com.

La taille du marché français des produits structurés demeure encore très modeste par rapport à d'autres pays européens, concentrant moins de 2 % du marché européen. Compte tenu de sa proportion encore marginale, le marché français ne présente pas à ce stade de risque systémique. Le problème principal se situe au niveau de la protection des investisseurs, au regard notamment de la multiplicité des produits offerts ainsi que de leurs canaux de distribution.

Vers un retournement de tendance en France ?

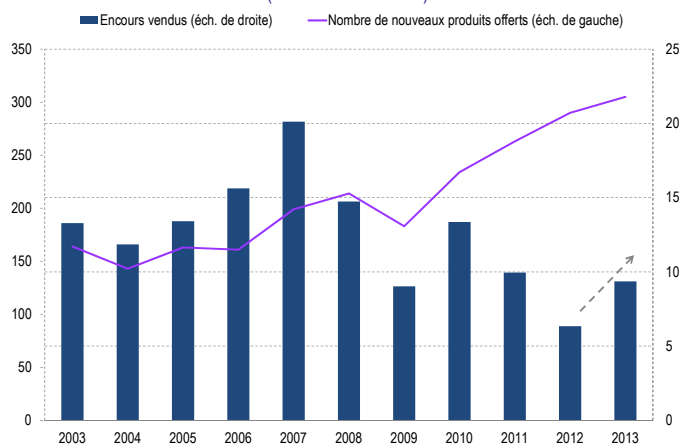
Le marché français présente en 2013 un profil d'évolution différent du marché européen : si l'offre globale de produits structurés aux particuliers français n'a pas retrouvé son niveau d'avant la crise financière²³⁴, un retournement de tendance à la hausse des ventes s'est amplifié depuis un an, passant de 6,3 milliards à 9,3 milliards d'euros (Graphique 128). Plusieurs facteurs expliquent cette hausse des volumes depuis un an. D'une part, on constate un renouveau de la confiance des investisseurs vis-à-vis de ces produits depuis que les conditions de leurs commercialisations ont été encadrées par les autorités de régulation. D'autre part, les investisseurs semblent vouloir s'exposer à nouveau sur les marchés tout en protégeant leur capital dans un contexte boursier plus favorable -ces produits bénéficiant notamment des bons rendements des indices actions en 2013 - et dans un contexte de moindre attrait envers les produits d'épargne bancaire, notamment les livrets aux rendements réglementés mais aussi compte tenu de la faiblesse des rendements offerts des contrats en euros (Graphique 105 et Tableau 12). Toutefois, une analyse récente de l'ESMA, à partir d'un échantillon de 76 produits structurés proposés aux particuliers, révèle que les produits structurés sont vendus, en moyenne, avec une prime d'émission significative, estimée à environ 4,6 % du prix d'émission et jusqu'à 5,5 % lorsque le risque de crédit de l'émetteur est inclus (ESMA (2013))²³⁵.

²³⁴ Près de 120 milliards d'euros vendus sur la seule année 2007.

²³⁵ Le rapport, en comparant 600 OPC alternatifs et 2 750 produits structurés à capital garanti vendus dans l'UE pour les consommateurs entre 2007 et 2012, montre que les rendements moyens pour les deux produits étaient relativement bas, à 3 % pour les OPC alternatifs et 2,5 % pour les produits structurés.

http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-326_economic_report_-_retailisation_in_the_eu_0.pdf

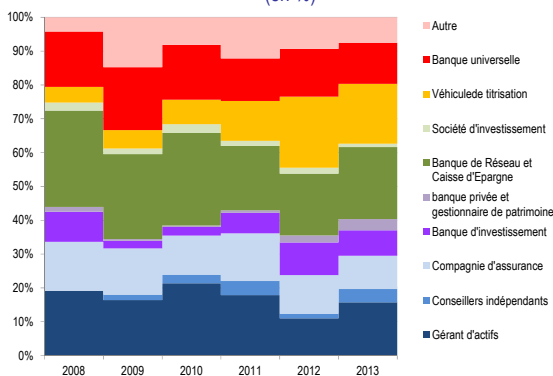
Graphique 128 : Ventes et nombre de produits émis annuellement depuis 2003 en France
(en milliards d'euros)



Sources : AMF, StructuredRetailProducts.com.

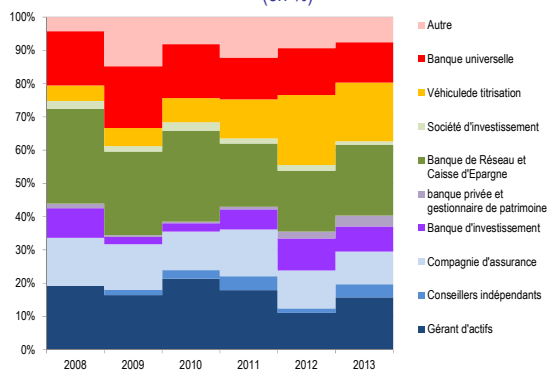
De manière similaire, le nombre de produits offerts aux particuliers français continue d'augmenter, passant de 290 à 305 sur un an, traduisant une offre toujours très active avec des montants moyens collectés par produit en hausse, passant de 22 millions d'euros à 30 millions d'euros entre 2012 et 2013 (Graphique 128). Ces produits structurés vendus aux ménages français représenteraient 2,6 % de leur patrimoine financier, soit 77,3 milliards d'euros en encours en 2013 contre 78,8 milliards en 2012. En France, deux types de canaux principaux distribuant les produits structurés peuvent être distingués, chacun ciblant des investisseurs dont les niveaux de patrimoine et de sophistication financière sont différents. Le premier canal regroupe les banques de détail et commerciales (environ 62 % des encours), qui s'adressent en majorité à des ménages au revenu moyen, tandis que le second canal est constitué des banques privées et des gestionnaires de fortune (environ 25 % des encours).

Graphique 129 : Part du nombre des principaux distributeurs
(en %)



Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

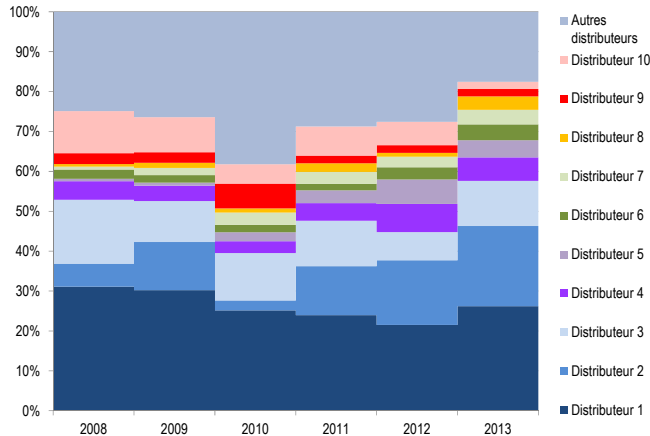
Graphique 130 : Part des montants par principaux distributeurs
(en %)



Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

La tendance à la concentration se poursuit Près d'une soixantaine d'acteurs se partagent le marché français. Le mouvement de concentration se poursuit : les cinq premières enseignes (qui sont par ailleurs françaises), détiennent une part de marché de plus de 70 %. Contrairement à 2012, une hausse sensible des volumes pour ces cinq acteurs clés du marché est observée (Graphique 131).

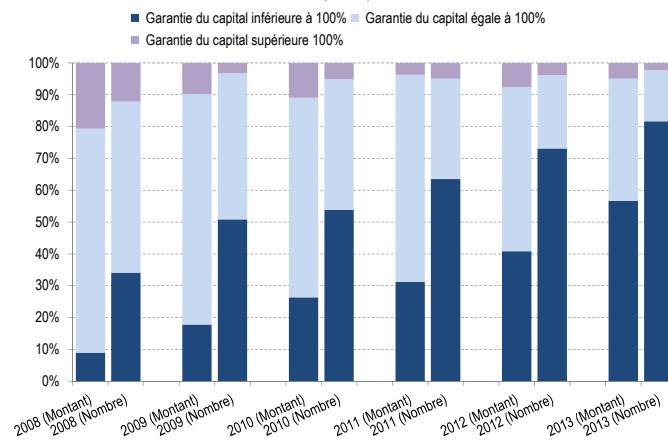
Graphique 131 : Part des montants de marché des 10 premiers distributeurs depuis 2008 (en %)



Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

Des produits offrant de moins en moins de garantie En dépit des faibles volumes de produits structurés vendus en France au regard de l'ensemble des flux de placements financiers des ménages, il n'en demeure pas moins qu'un certain nombre d'évolutions incitent à la vigilance du point de vue de la protection des épargnants, notamment celles relatives à la garantie du capital. La part des produits n'offrant pas de garantie du capital ou une garantie partielle du capital suit une tendance haussière et atteint 82 % des produits lancés en 2013 contre 72 % en 2012 (Graphique 132). Au final, près de 57 % des montants vendus aux particuliers français présentent en 2013 un risque de perte en capital, cette proportion s'inscrivant en hausse par rapport à 2012.

Graphique 132 : Structure des produits offerts selon leur niveau de garantie (en %)



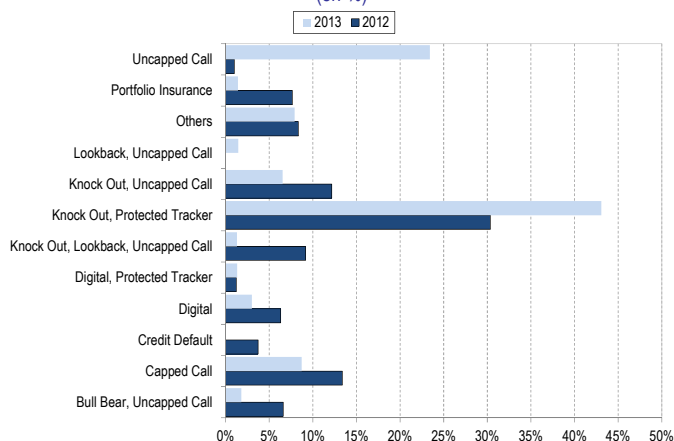
Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

Au final, très peu d'entre eux en nombre (2 % en 2013 contre 5 % en 2012) bénéficient d'une garantie supérieure à 100 %. Ils représentent 5 % des montants vendus²³⁶. Cela

²³⁶ Exemple de remboursement garantissant plus de 100 % du capital à l'échéance : les deux premières années, le produit enregistre un rendement annuel de 6,5 %. Chaque année suivante, y compris à échéance, le produit enregistre un rendement

découle en partie du niveau des taux d'intérêt, qui oblige les émetteurs à modifier les caractéristiques de protection du capital²³⁷ sur un marché très concurrentiel. En effet, la sécurisation totale du capital est onéreuse dans un contexte de taux bas²³⁸. Outre le contexte économique, les avantages fiscaux associés aux contrats en assurance vie ont incité les émetteurs à proposer des produits structurés aux échéances plus longues : les trois quarts des nouveaux produits émis en 2013 ont une échéance à plus de 6 ans contre 50 % en 2012. Dans le même temps, ces produits sont aussi plus risqués, avec des structures de paiement de type *auto call* pour lesquelles les coupons peuvent ne pas être versés à une date donnée, mais l'être à une date ultérieure²³⁹.

Graphique 133 : Type de produits offerts en 2012 et 2013
(en %)



Sources : AMF, StructuredRetailProducts.com.

Comme en 2012, la majorité des produits commercialisés proposent le versement de coupons annuels plutôt qu'une performance finale indexée sur l'évolution du sous-jacent. Les produits *Knock-out*, ou barrières désactivantes²⁴⁰, dominent toujours le marché. Ces produits se sont développés en 2013 car ils permettent à l'émetteur de développer des produits à long terme, sans exclure la possibilité d'un remboursement anticipé. Les montants relatifs à ce type de remboursement ont doublé depuis deux ans pour passer de 21 % à 43 % des montants vendus entre 2011 et 2013. Par ailleurs, la demande a également poussé les distributeurs à offrir des produits dont le profil de remboursement est plus compréhensible pour le public, car ces produits donnent lieu à des versements plafonnés ou non (tels que ceux de type *capped* et *uncapped call/put*)²⁴¹. Par exemple,

annuel de 6,5 % si l'indice est à ces dates égal ou supérieur à son niveau initial et de 0 % sinon. À l'échéance, le produit offre un retour sur capital investi de 100 % auquel s'ajoute la somme des retours annuels. Le retour minimal sur capital investi est ainsi *in fine* de 113,4 %.

²³⁷ Pour assurer la garantie du placement, une partie du capital est placée en produit de taux avec une maturité plus ou moins longue, la composante dérivés déterminant la sensibilité du produit structuré aux évolutions du sous-jacent et qui fixera la valeur du produit à son échéance ou le paiement de coupons intermédiaires : les structureurs vont donc selon le coût de la garantie arbitrer entre ces deux composantes, pour au final assurer le rendement promis.

²³⁸ Le contexte de bas taux d'intérêt réduit la capacité des produits structurés à contribuer au financement de l'économie, cette capacité étant par ailleurs déjà une fonction décroissante de la part de capital garantie.

²³⁹ Cette date est définie contractuellement et généralement proposée par l'émetteur du produit.

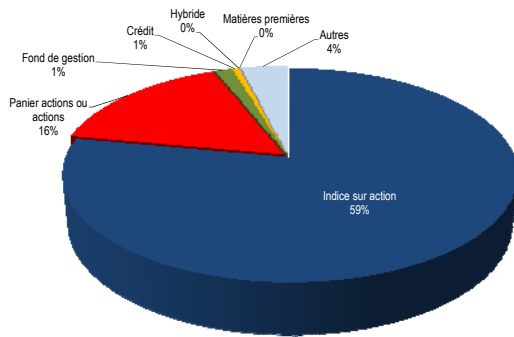
²⁴⁰ Exemple de remboursement *Knock out* : à chaque date d'observation annuelle, y compris à l'échéance, si le niveau de l'action est supérieur ou égal à son niveau initial, alors le produit offre un coupon de 8 % pour cette année et se termine tandis que si le niveau de l'action est inférieur à son niveau initial, aucun coupon n'est versé pour cette période. À l'échéance, si le niveau final de l'action est inférieur à 50 % de sa valeur initiale alors le produit offre un retour sur investissement de 100 % moins la chute de l'action sur la durée de l'investissement.

²⁴¹ Exemple de remboursement plafonné : si le niveau final de l'indice est égal ou supérieur à son niveau initial, alors le produit offre à échéance un retour minimal sur capital investi de 100 %, plus 100 % de la hausse de l'indice sur la période d'investissement, soumis à un retour maximal sur capital investi de 140 %. Si le niveau final de l'indice est inférieur à son niveau initial, mais supérieur ou égal à 50 % de ce niveau initial, alors le produit offre à échéance un retour sur capital investi de 100 %. Si le niveau final de l'indice est inférieur à 50 % de son niveau initial, alors le produit offre à échéance un retour sur capital investi de 100 %, tant que l'indice ait atteint au moins 125 % de son niveau initial à l'une des dates d'observations

certains produits sont « cappés » et l'investisseur ne profite de la hausse du sous-jacent que jusqu'à un certain plafond.

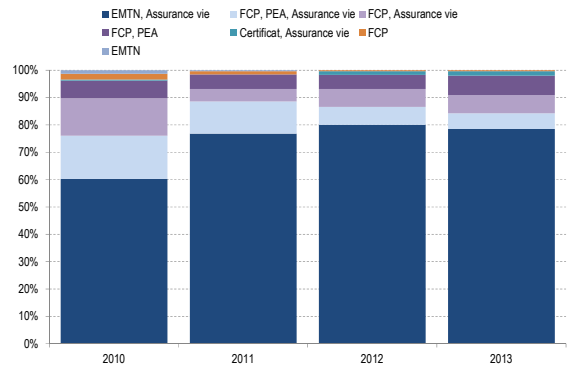
En outre, on observe un retour vers des sous-jacents simples et lisibles tels que des indices actions comme l'Euro Stoxx notamment : 72 % des produits structurés reposant sur un indice action ont été indexés sur un indice Euro Stoxx. L'indice Euro Stoxx 50, au taux de dividende attractif et à la volatilité favorisant son utilisation par les émetteurs, a permis à ces derniers de construire des produits n'offrant pas de protection intégrale du capital. Il convient de noter que près des deux tiers des montants vendus et 80 % du nombre des produits sont commercialisés via des enveloppes de type assurance vie. Par ailleurs, le développement observé de l'offre de produits de type EMTN s'est en partie réalisé au détriment des fonds à formule.

Graphique 134 : Structure par sous-jacent (2013)
(en % des montants vendus)



Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

Graphique 135 : Répartition par instruments et enveloppes fiscales depuis 2010
(en nombre de produits vendus)

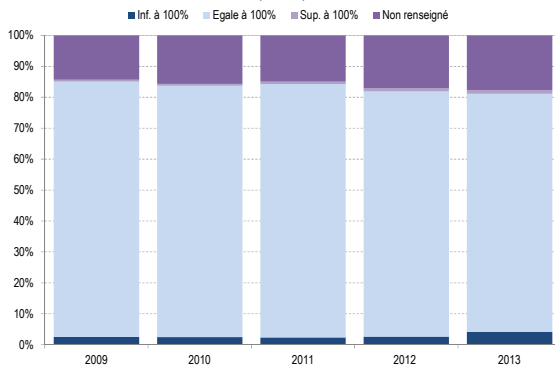


Source : StructuredRetailProducts.com, calculs AMF.

L'attrait moindre pour les fonds à formule français se poursuit en 2013

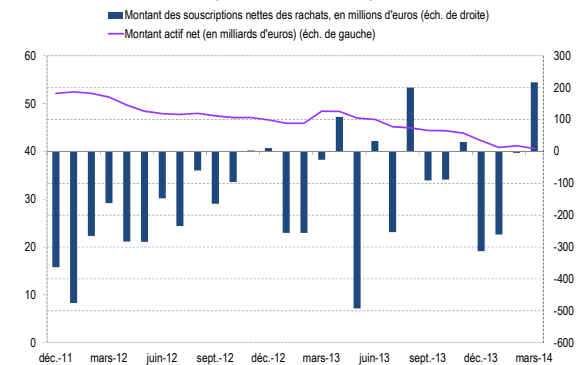
L'encours des fonds à formule commercialisés en France et identifiés comme « complexes » s'est à nouveau réduit en 2013 de plus de 4 milliards d'euros pour atteindre 42 milliards d'euros fin 2013 contre 46 milliards fin 2012. Près des deux tiers d'entre eux offrent une garantie en capital de 100%.

Graphique 136 : Structure des produits offerts par niveau de garantie
(en %)



Sources : AMF, Lipper.

Graphique 137 : Évolution des souscriptions nettes mensuelles des fonds à formule selon leur niveau de garanti
(en milliards d'euros)



Source : AMF.

quotidiennes durant l'investissement. Sinon, le produit offre un retour sur capital investi de 100 %, diminué de la chute de l'indice sur la période d'investissement.

Les fonds à formule ne représentent donc plus que 2,5 % de l'ensemble des encours français, contre 3,8 % un an auparavant. Ce phénomène résulte d'un moindre attrait pour ces produits avec des rachats nets de -1,4 milliard d'euros en 2013 après -2,2 milliards en 2012. Le moindre attrait pour ces véhicules d'investissement est partiellement compensé par un accroissement des encours investis dans d'autres véhicules comme les obligations structurées, notamment les EMTN où les coûts de gestion apparents sont moindres.

Tableau 19 : Total Expense Ratio des fonds à formule français

Total Expense Ratio (TER) ²⁴²	2009	2010	2011	2012	2013
Maximum	1,85	1,84	3,35	3,97	3,97
Moyenne	1,40	1,18	1,32	1,27	1,25
Minimum	0,88	0,58	0,10	-	-

Source : AMF.

Au total, le risque essentiel lié aux produits structurés réside dans la possibilité d'une mauvaise compréhension de la part des épargnants du fonctionnement de ces produits, et par là-même d'une mauvaise appréciation de la comparaison entre la performance et les risques associés. À cet égard, les CFD se positionnent ouvertement en tant que concurrents des produits structurés complexes et sont souvent commercialisés de manière active via internet.

Ces pratiques de commercialisation posent également la question de la surveillance de ces produits sur des marchés non régulés comme le marché des changes (5,3 milliards de dollars sont échangés quotidiennement en 2013²⁴³, +30 % par rapport à 2010) ainsi que l'ont souligné récemment l'EBA et l'ESMA, qui s'inquiètent notamment des conséquences des bas taux d'intérêt : « *Durant la période actuelle de faible rentabilité des investissements, des particuliers sans expérience sont tentés de se tourner vers des produits complexes* » (EBA ESMA (2013))²⁴⁴.

Encadré 22 : Doctrine AMF sur la commercialisation des instruments financiers complexes

1/ Doctrine AMF sur la commercialisation des instruments financiers complexes, en 2010, renouvelée en 2013

Face à la montée des contentieux, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a modifié en 2010 son règlement. « L'AMF a adopté une position en ce qui concerne les fonds à formule et les EMTN à destination du grand public. Lorsque la formule est jugée trop complexe, les prospectus doivent mentionner le fait que l'AMF considère le produit trop complexe pour être commercialisé aux investisseurs non professionnels et qu'elle souhaite en avertir le public. » Ces changements réglementaires sont intervenus dans un contexte de baisse des taux d'intérêt qui a pesé sur la capacité des gestionnaires à garantir le capital, tout en proposant des rendements attractifs. Ils ont donc incité cette industrie à se renouveler.

Le 15 octobre 2010, l'ACP, devenue depuis l'ACPR, et l'AMF publiaient, chacune dans leur domaine de compétence, une position²⁴⁵ pour l'AMF et une recommandation pour l'ACP sur la commercialisation des instruments financiers complexes auprès du grand public.

Pour mémoire, ces positions portaient du constat d'une intensification de la commercialisation, auprès du grand public, d'instruments financiers structurés présentant un risque élevé de commercialisation inadaptée. Ce constat avait conduit les deux autorités à rendre publique une doctrine qui :

²⁴² Le Total Expense Ratio (TER) mesure la totalité des coûts associés à la gestion et à l'administration des OPC. Ces coûts se composent principalement des frais de gestion tels que les commissions de surperformance mais aussi des autres dépenses telles que les frais de négociation, les frais d'administration et les frais de valorisation. Le TER est une mesure intéressante pour l'investisseur car il lui permet d'apprécier les coûts globaux d'un OPC et les comparer avec d'autres fonds plus facilement.

²⁴³ Enquête triennale BRI 2013.

²⁴⁴ http://www.eba.europa.eu/documents/10180/598396/Investor-warning---CFDs---ESMA_2013_00070000_FR_COR.pdf.

²⁴⁵ Position AMF n°2010-05 du 15 octobre 2010 :

http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee_2010.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fbc4e37aa-7945-45b1-b5e2-94be0b95591a

- précise son champ d'application en le limitant à la commercialisation sur le territoire français auprès de clients non professionnels, d'OPC en particulier à formule et de titres de créance complexes (notamment des EMTN) ;
- rappelle la responsabilité du distributeur dans le choix des instruments financiers que celui-ci commercialise ;
- attire l'attention sur le fait que certains instruments financiers structurés ou complexes présentent, au regard de leur nature, un risque élevé de non-respect des obligations législatives et réglementaires applicables à leur commercialisation (approche dite de vigilance « renforcée ») ;
- détermine les critères à partir desquels l'AMF identifiera les instruments financiers pour lesquels ce risque est manifeste. À cet égard, la position de l'AMF distingue 2 types de risques de mauvaise commercialisation :
 - un risque de mauvaise appréhension des risques financiers encourus tenant à une mauvaise présentation écrite ou orale des risques et/ou du profil de gain/perte du produit (Critère n° 1), au caractère non familier pour le client non professionnel visé du ou des sous-jacents du produit (Critère n° 2) ou encore à l'assujettissement du profil de gain/perte du produit à la réalisation concomitante de plusieurs conditions sur différentes classes d'actifs (Critère n° 3)
 - et un risque d'inintelligibilité du produit lié au nombre de mécanismes compris dans la formule de calcul du gain ou de la perte de l'instrument financier (Critère n° 4).

L'AMF estime que pour de tels produits, il sera particulièrement difficile aux démarcheurs financiers, aux conseillers en investissements financiers (CIF) et aux prestataires de services d'investissement (PSI), de respecter les obligations législatives et réglementaires applicables en matière de commercialisation. En cas d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, l'AMF impose alors que les communications et les supports contiennent la mention suivante (approche dite de « vigilance renforcée ») :

« L'AMF considère que ce produit est **trop complexe pour être commercialisé auprès d'investisseurs non professionnels** et n'a dès lors pas examiné les documents commerciaux »

À travers cette position et de l'**effet dissuasif** qu'elle suscite dans les faits pour les démarcheurs, les CIF et les PSI enclins à commercialiser les produits définis précédemment, l'AMF a souhaité protéger les épargnants de la prolifération de produits inintelligibles et les distributeurs de produits d'investissement du risque de non-respect de leurs obligations professionnelles. La stratégie choisie s'est en quelque sorte inspirée des lois sur le tabagisme qui n'interdisent pas la commercialisation du produit mais imposent un avertissement dissuasif sur l'emballage commercial (à l'instar de « *Fumer tue* »).

Afin de prévenir le risque de commercialisation inadaptée d'instruments financiers structurés auprès du grand public l'AMF a complété sa doctrine en 2013 et a publié à cette occasion une nouvelle position n°2013-12²⁴⁶ en septembre 2013 qui vise à renforcer la sécurité de ces produits. La position AMF n°2013-12 porte sur la nécessité d'offrir une garantie (de formule et/ou de capital selon les cas) pour la commercialisation auprès du grand public de parts ou d'actions d'OPC et de FIA à formule, d'OPC et de FIA « garantis », ainsi que des titres de créance présentant des caractéristiques semblables émis par des véhicules d'émission dédiés.

2/ Un premier bilan positif pour l'AMF

L'entrée en vigueur de cette position a eu un impact positif sur la présentation des documents commerciaux portant sur des titres de créance complexes ou des offres de produits structurés examinés par l'AMF et ce quel que soit le support utilisé (brochure, bannières internet, emailing clients), ce qui représente un volume d'environ 150 supports par trimestre. Cela a concerné notamment les critères relatifs à la mauvaise présentation des risques et du profil de gain/perte du produit et/ou au nombre de mécanismes compris dans la formule de gain ou de perte de l'instrument financier. Cette qualification a permis à l'AMF de demander aux émetteurs et aux producteurs :

- d'améliorer significativement la présentation du profil de gain/perte des produits dans les documents commerciaux ;
- de restructurer en amont ces produits, pour les simplifier, en vue de ne pas dépasser les trois mécanismes dans la formule de calcul du gain ou de perte de l'instrument financier.

L'amélioration de la présentation des documents commerciaux grâce à cette position doit également être mise en parallèle avec la publication régulière de Guides de bonnes pratiques. La conjugaison de ces documents a incité les émetteurs/prestataires à utiliser des mentions types qui se retrouvent depuis systématiquement sur tous les supports commerciaux. Il s'agit par exemple, au-delà des mentions désormais classiques portant sur la durée conseillée d'investissement ou l'éligibilité du produit, de mentions précisant « d'entrée de jeu » que les produits présentent un risque de perte en capital, qu'ils sont soumis au risque de défaut ou de faillite de l'émetteur ou qu'ils représentent une alternative à un placement risqué de type actions. Depuis 2010, un seul produit a relevé de l'approche vigilance.

²⁴⁶ <http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=IV+-+Commercialisation+-+Relation+client&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fbbbeb382-0bca-4489-b5f2-30737a182272>

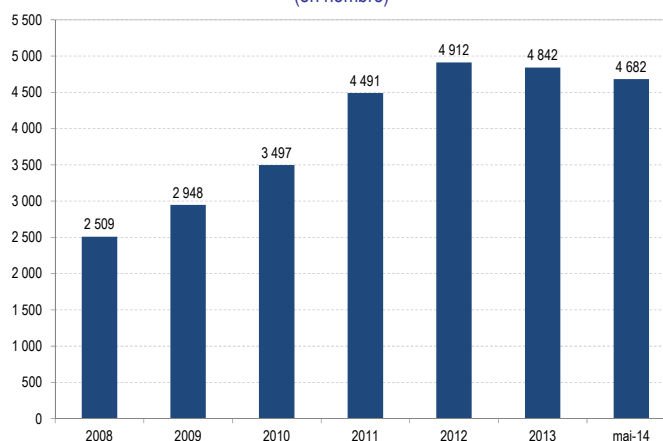
3.7. Les CIF : lancement de chantiers en vue d'améliorer leur supervision

Le statut de conseiller en investissements financiers (CIF) a été créé par la loi de sécurité financière n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, dans le but d'assurer une meilleure protection des investisseurs. Les activités des CIF sont diverses : conseil en investissement, conseil portant sur la fourniture de services d'investissements ou conseil sur biens divers. Depuis le 15 janvier 2013, les CIF doivent être immatriculés préalablement à l'exercice de toute activité auprès de l'organisme pour le registre des intermédiaires en assurance (ORIAS) (registre unique des intermédiaires en banque, assurance et finance), qui s'assure du respect des conditions d'âge, d'honorabilité et de compétence professionnelle des dirigeants et de l'obligation d'adhésion à une association professionnelle agréée par l'AMF (elles sont au nombre de 5). Une consultation du site internet de l'ORIAS permet ainsi de vérifier, d'une part, depuis quelle date le CIF, personne morale ou physique, est valablement immatriculé pour exercer l'activité de conseil en investissements financiers et, d'autre part, les autres statuts du CIF relevant également d'une immatriculation auprès de l'ORIAS (intermédiaires en assurance et intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement). De ce fait, depuis cette date, l'AMF n'est plus tenue de tenir à jour le fichier global des CIF, publié chaque année sur la base des informations transmises par les associations.

Une population aux statuts multiples

En mai 2014, le nombre de CIF enregistré auprès de l'ORIAS était de 4 682, ce qui montre un premier fléchissement dans la hausse en continu de cette population depuis 2003.

Graphique 138 : Nombre de CIF enregistré en France entre 2008 et mai 2014 (en nombre)



Sources : AMF, Orias.

Les activités exercées par les CIF demeurent très diversifiées et couvrent tous les pans du conseil en gestion du patrimoine, conduisant parfois à rendre l'activité de conseil en investissements financiers des CIF marginale au regard des autres services proposés. Pour rendre ces services, des statuts spécifiques, notamment d'intermédiaire en assurance ou d'intermédiaire en opérations de banque et en services de paiement, sont requis. Cela conduit à une double vigilance du CIF qui doit qualifier chacune des prestations qu'il est amené à proposer et veiller au respect des réglementations propres à chaque statut, même si, depuis le 15 janvier 2013, un seul organisme, l'ORIAS est en charge de l'immatriculation de ces professionnels. En avril 2014, 83 % des CIF étaient également intermédiaires en assurance et 49 % étaient intermédiaires en assurance et intermédiaires en opérations de banque et en services de paiement. Lors de l'exercice précédent, ils étaient 85 % à cumuler le statut de CIF et celui d'intermédiaires en assurance. Cette évolution à la baisse pourrait en partie expliquer la diminution du nombre de CIF, ceux exerçant cette activité à titre marginal y auraient mis fin au regard de la conjoncture économique.

**Évolutions
législatives et
réglementaires
prévues
en 2014**

Plusieurs propositions d'évolution des dispositifs législatifs et réglementaires seront présentées en 2014 concernant les CIF et leurs associations professionnelles, en concertation avec ces dernières. Ces propositions s'insèrent dans l'objectif de promotion d'une intermédiation financière fiable et de qualité, visé au plan stratégique 2013-2016 de l'AMF. Cela devrait se traduire notamment par un renforcement de la mission de suivi et de contrôle des CIF par leurs associations et l'obtention de données individuelles relatives aux CIF, en vue de disposer d'informations macro-économiques de cette population identifiée comme un vecteur important dans la commercialisation de produits financiers.

3.8. Les publicités pour les produits et services d'investissement

**Internet est
privilegié par les
annonceurs
proposant de
spéculer à très
court terme sur
les marchés
financiers**

Soucieuse de la qualité des informations adressées aux investisseurs, l'AMF reste vigilante quant au contenu des publicités et des communications promotionnelles des établissements bancaires et financiers. Les publicités pour les produits et les services d'investissement sont nombreuses et particulièrement via internet. Les bannières internet sont largement utilisées pour des produits d'investissements spéculatifs de trading (options binaires, Forex ou encore CFD (Tableau 20)).

Tableau 20 : Nombre de publicités par famille de produits et par cible en 2013

Thèmes/cibles	Grand public	Épargnants	Investisseurs
Forex, CFD, options binaires (*), ...	472 (64 %)	81 (11 %)	182 (25 %)
Obligations d'entreprises (vente unique directe ou panier)	20	1	2
Placements collectifs (OPC, FCP, SICAV...)	90 (54 %)	38(23 %)	40 (24 %)
Accompagnement, conseil, bilan	90	20	3
Services d'investissement	57(34 %)	34 (20 %)	78(46 %)
Autres (immobilier, défiscalisation, épargne salariale, ...)	26	8	5
TOTAL	755	182	310
Part (%)	60 %	15 %	25 %

Sources : Kantar Média, AMF DREP.

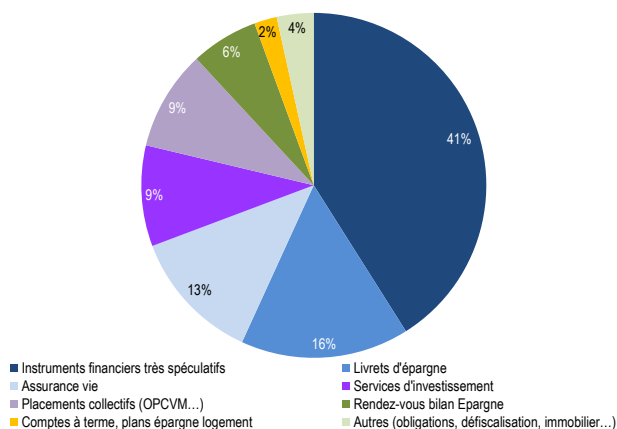
(*) Notes : 1) Forex : marché des changes.

2) CFD : produit financier dérivé non coté sur les marchés financiers. Accord entre deux parties (acheteur et vendeur) qui stipule que le vendeur paiera à l'acheteur la différence entre le prix actuel d'un actif sous-jacent (actions, indices boursiers ou matières premières) et sa valeur à une date déterminée. L'achat d'un CFD est donc un achat à découvert, l'investisseur pariant en général sur un scénario « haussier ».

3) options binaires : instrument pouvant générer des profits ou des pertes, selon la réalisation ou la non réalisation d'une condition à l'expiration de l'option. L'investisseur doit se positionner sur la direction que le prix d'un actif sous-jacent – une action, un indice, ...- prendra avant son expiration : s'il pense que le prix d'un actif sera à la hausse, il achète une option call ; s'il suppose que le prix sera à la baisse, il achète une option put.

En 2013, 90 % des messages d'incitations au trading ont été diffusés sur internet, ce qui permet à ces annonceurs de toucher un public large et varié. Malgré une baisse relative, la publicité sur ces offres est restée très importante : elle a représenté quatre nouvelles publicités sur dix en 2013 (41 % Graphique 139) contre une nouvelle publicité sur deux en 2012 (AMF (2014)).

Graphique 139 : Les thèmes des nouvelles publicités examinées par l'AMF en 2013



Source : Kantar Média, calculs AMF DREP.

Les sociétés proposant de spéculer au moyen de ces instruments financiers très risqués ne sont pas toujours autorisées à exercer ou à commercialiser en France. Elles démarchent le public français à travers des publicités alléchantes, n'hésitant pas à mettre en avant la possibilité de gains « importants et rapides » en occultant les risques de perte en capital qui peuvent même excéder le montant de l'investissement (du fait d'un effet de levier). Dans ce contexte, l'AMF continue d'œuvrer afin de mettre en garde les épargnants sur ces pratiques d'investissement. Elle collabore notamment avec l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et publie régulièrement, via des communiqués de presse²⁴⁷, une liste de sociétés non autorisées à proposer du trading sur le marché des changes. L'AMF publie également une liste de sociétés non autorisées à investir sur les options binaires²⁴⁸.

Par ailleurs, afin de renforcer la régulation des publicités sur les produits financiers, l'AMF a signé, le 18 mai 2011, un partenariat avec l'Autorité de régulation de la publicité professionnelle (ARPP). Face au développement de certaines publicités douteuses, notamment sur internet, les deux autorités ont joint leur expertise pour renforcer et diffuser les bonnes pratiques auprès des professionnels concernés. C'est dans le prolongement de cette action que l'AMF a collaboré en 2013 avec l'ARPP pour sensibiliser davantage les professionnels en faveur d'une publicité loyale, véridique et saine dans l'intérêt des consommateurs et du public. L'ARPP a ainsi publié le 28 janvier 2014 une recommandation « Publicité des produits financiers et d'investissement, et services liés » (Encadré 23).

Encadré 23 : Recommandation de l'ARPP
« Publicité des produits financiers et d'investissement, et services liés »
publiée le 28 janvier 2014

Cette recommandation (ARPP (2014)) prévoit :

- ▶ des règles générales communes pour la publicité des produits financiers et d'investissement, et des services liés,
- ▶ des règles spécifiques pour les produits financiers à effet de levier, engendrant une exposition sur le Forex, les indices boursiers, le cours des matières premières et les options binaires, ainsi que des règles spécifiques pour les placements dits atypiques (or, vin, forêts, etc...).

Celles-ci se doivent de respecter les critères généraux suivants :

- identification du caractère publicitaire, de l'annonceur, de la nature du produit ou du service objet de la publicité ;
- présentation d'un taux ;

²⁴⁷ L'AMF et l'ACPR mettent en garde le public contre les activités de plusieurs sites Internet et entités qui proposent des investissements sur le forex sans y être autorisés : <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Mise-en-garde/Par-date.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F796b1686-119d-42e1-aa11-71ebc88e9eaf>.

²⁴⁸ L'AMF met à jour la liste des sites internet non autorisés proposant du trading d'options binaires : <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Mise-en-garde/Par-date.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F682722f-89e9-46ba-b84a-a162564b393d>.

- durée de validité en cas d'offre promotionnelle ;
- lisibilité, audibilité et intelligibilité des mentions ;
- responsabilité sociale ;
- protection des mineurs ;
- présentation du risque et des performances passées.

En posant des règles spécifiques pour ces « produits financiers à effet de levier et ces placements atypiques », la recommandation de l'ARPP encadre les messages publicitaires en faveur de produits qui promettent une forte rentabilité, corollaire de risques de perte pouvant être importants. Les allégations publicitaires devront donc être équilibrées.

Les différentes actions menées par l'AMF et ses partenaires ont pour objectif de former les épargnants et de les informer sur les risques liés à de tels produits. Il faut noter que ces acteurs, toujours plus nombreux, font fréquemment l'objet de demandes d'informations et de plaintes de la part des épargnants auprès d'AMF Epargne info service. Cette plate-forme, mise à la disposition du public, a répondu à plus de 800 demandes de renseignements et près de 600 plaintes en 2013 concernant les produits spéculatifs.

Encadré 24 : Conséquences possibles de l'évolution de la configuration des agences bancaires sur la qualité du conseil fourni aux épargnants

Deux études publiées récemment ont rendu compte des difficultés enregistrées par les agences bancaires en France :

- ▶ selon les données de la Banque centrale européenne (BCE (2013)), plus de 1 000 agences bancaires ont été fermées en France entre 2008 et 2012 ;
- ▶ selon l'Observatoire de l'opinion sur l'image des banques (IFOP (2013)), la fréquentation des agences bancaires devient de plus en plus « occasionnelle » : seulement 17 % des Français se rendent au moins une fois par mois en agence. Ils étaient encore plus de 50 % à le faire il y a trois ans.

Dans le même temps, les stratégies de commercialisation des établissements bancaires reposent de plus en plus sur l'utilisation accrue d'Internet (la banque « multicanale »). Les banques doivent répondre aux besoins d'une nouvelle clientèle jeune et technophile, bien qu'encore minoritaire. En particulier, les nouvelles générations d'épargnants auront de moins en moins l'habitude de souscrire des produits financiers en agence : elles auront le réflexe de prendre leurs décisions en se connectant à Internet (et pas seulement sur les sites des banques, mais parfois même sur des sites peu fiables quant à l'information fournie).

Compte tenu des investissements considérables effectués par les banques traditionnelles pour entrer dans l'ère numérique, la souscription à distance des produits financiers, sans rencontre physique préalable avec un chargé de clientèle, va probablement prendre de l'ampleur. Dès lors, la qualité du conseil financier fourni va-t-elle en pâtir ?

L'espace laissé à un réel conseil financier, s'appuyant sur un questionnement approfondi du client, une bonne connaissance de ses objectifs et de sa situation financière, et préservant un moment de lecture par la clientèle d'une information précontractuelle adaptée, pourrait en effet se réduire, voire disparaître.

Or, en matière de protection de l'épargne, l'AMF a toujours soutenu la fourniture d'un conseil financier de qualité effectué en face à face entre un chargé de clientèle et un épargnant. Ces évolutions appellent donc une attention accrue de la part de l'AMF, qui adaptera ses efforts d'information et de protection des investisseurs contre de possibles futurs « mauvais choix » liés à l'utilisation d'Internet.

3.9. Synthèse du Chapitre 3

Confrontés à un environnement économique difficile, les ménages ont peu épargné en 2013, le maintien de leur taux d'épargne résultant du moindre recours au crédit, comme en témoigne la baisse de 18 % enregistrée en 2013 par leurs principaux flux de placements financiers nets, qui s'établit à 71 milliards d'euros. Les ménages sont demeurés prudents en matière de placements financiers : ils ont en effet privilégié l'assurance vie ainsi que les produits d'épargne bancaire. Au-delà, hors placements en actions non cotées et autres participations, l'ensemble des autres produits de placements financiers des ménages ont fait l'objet de cessions nettes en 2013 : les ménages se sont ainsi désengagés des titres de dette, des placements en gestion collective et des actions cotées, en dépit de la reprise boursière observée depuis l'été 2012. Leur exposition limitée au marché des actions leur a donc permis d'en profiter faiblement.

Au total, le patrimoine financier des ménages de 2 958 milliards d'euros en 2013, toujours majoritairement constitué de contrats d'assurance vie et d'épargne bancaire, demeure peu orienté vers la prise de risques. Les placements à fort contenu en actions (hors actions non cotées et autres participations) conservent un poids sensiblement identique à celui observé en 2010, qui varie, selon les critères de mesure adoptés, entre 10,6 % et 10,8 % en 2013. Néanmoins, contrairement à 2012, l'offre de produits structurés au sein du portefeuille des ménages français tend à croître : dans un contexte de bas taux d'intérêt, les ventes de produits structurés source potentielle de meilleurs rendements sont ainsi passées en France de 6,3 milliards en 2012 à 9,3 milliards d'euros en 2013. Si la taille du marché français demeure modeste, concentrant moins de 2 % du marché européen, cette offre demeure présente parmi l'éventail des placements accessibles aux investisseurs individuels, grâce à une politique de commercialisation et de distribution active, ciblant un large public. Elle incite donc à la vigilance du point de vue de la protection des épargnants.

Dans l'ensemble, les comportements récents des ménages en matière de placements financiers analysés dans ce chapitre conduisent à identifier les risques suivants :

- La faible diversification du portefeuille des ménages et l'importance de l'épargne bancaire sont défavorables aux produits d'épargne de long terme : si les encours des placements financiers des ménages relevant du financement de long terme excèdent ceux consacrés au financement de court terme, l'ampleur de celui-ci (1 289 milliards d'euros fin 2013) laisse percevoir un potentiel de développement de l'épargne longue. Dès lors, il s'avère nécessaire d'accompagner les investisseurs en les aidant à orienter leur épargne vers une prise de risque mesurée tout en s'inscrivant dans une perspective de moyen ou long terme. Si les réformes introduites en 2013 par les pouvoirs publics (notamment l'assurance vie et le PEA-PME) devraient contribuer à favoriser l'épargne longue, il convient de demeurer vigilant sur les effets de réallocations qu'elles pourraient engendrer. Par ailleurs, les évolutions observées en 2012 et 2013 font craindre que ne se reproduise le comportement contra-cyclique des épargnants consistant à investir en actions en haut du cycle des valeurs boursières et invitent à renforcer les efforts engagés en matière d'éducation financière ;
- En parallèle, le maintien d'une vigilance est crucial face aux produits financiers structurés, porteurs de risques potentiels, facilement accessibles et dont l'attrait pourrait être renforcé dans un contexte international de bas niveau des taux d'intérêt. En effet, l'endettement qui peut s'en trouver facilité est aussi porteur de risque de formation de bulles, par exemple sur le marché obligataire, puis de forte correction, voire de *crash*. De même, compte tenu de la reprise de la commercialisation des produits structurés et de leur moindre garantie du capital, il importe de veiller à ce que les investisseurs bénéficient d'informations financières leur permettant d'être pleinement éclairés sur la

nature de leur choix. La protection de l'épargnant va naturellement au-delà des produits d'épargne eux-mêmes et inclut leurs modes de commercialisation, encourageant à renforcer dans cette optique l'homogénéisation des règles protectrices entourant l'activité de conseil en investissement financier ;

- » Enfin, d'importants efforts ont été réalisés ou sont en cours de réalisation pour enrichir la connaissance des marchés financiers à partir de données statistiques collectées sur un spectre plus large et plus complet qu'antérieurement. Le suivi précis des risques portés par les épargnants devrait, progressivement, profiter de l'amélioration de la finesse des données mises à disposition par les institutions qui en ont la charge. Cela concerne notamment les OPC, les PEA, les contrats d'assurance vie en unités de compte et les produits structurés. De ce point de vue, le projet de création d'un fichier centralisé des contrats d'assurance, introduit par la réforme de l'assurance vie et attendu pour 2016 devrait contribuer à une meilleure connaissance et un meilleur suivi des comportements d'épargne des ménages vers les produits de l'assurance vie, notamment en ce qui concerne les flux et les encours des contrats en euros et en unités de compte qui sont actuellement indirectement approchés. Si l'élargissement du champ des données collectées est favorable au suivi et à la connaissance des risques financiers, il convient de veiller à ce que cet élargissement ne se fasse pas au détriment de la qualité des données, à la mise à disposition de séries historiques longues et à la transparence de leur méthodologie.

La mise à disposition des données à un fin niveau de désagrégation permettrait un meilleur suivi de l'évolution structurelle de l'épargne, au regard tant des risques encourus que de la contribution des ménages au financement des investissements de long terme.

CHAPITRE 4 : LA GESTION COLLECTIVE

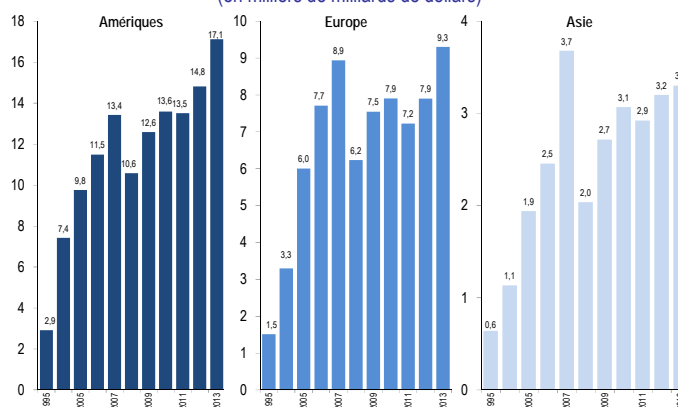
Après une année 2012 marquée par une hausse des encours sous gestion (+9 %), 2013 accélère le rythme pour atteindre des plus hauts d'encours sous gestion toutes zones confondues. Ce chapitre revient sur les tendances observées par classe d'actifs, pour certaines typologies de produits, ainsi que sur certains segments de marché connaissant des développements spécifiques au regard de la conjoncture.

4.1. Le rebond mondial de 2012 confirmé en 2013

Une bonne performance des marchés et des collectes positives tirent les encours sous gestion à leur plus haut historique

Le rebond opéré en 2012 s'est poursuivi en 2013 et même accéléré avec la bonne performance des marchés actions. Les zones Amériques et Europe ont crû respectivement de 15 % et 17 %, l'Asie est en retrait avec une croissance de 3 % sur l'année. Hormis l'Asie, des plus hauts ont été atteints fin 2013 en Amérique et en Europe. Cette dernière dépasse le sommet de 2006 avec un taux de croissance important +30 % sur les deux dernières années (Graphique 140). La bonne performance des marchés actions (de +15 % à +20 % selon les pays), en 2012 et 2013 est le moteur principal de cette forte augmentation des encours sous gestion. De plus, la tendance pro-cyclique des flux nets de collecte en 2013 a accentué ce rebond.

Graphique 140 : Évolution des encours sous gestion
(en milliers de milliards de dollars)



Sources : AMF, Efama.

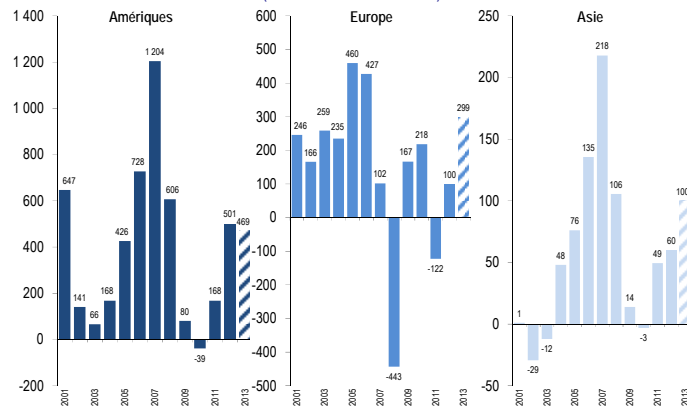
Aux États-Unis : l'encours sous gestion n'a jamais été aussi élevé qu'en 2013, il atteint 17,1 milliers de milliards de dollars soit 2,3 milliers de milliards de plus que l'an passé qui était déjà un plus haut historique. La bonne performance des marchés actions tient une part importante dans cette hausse des encours. En effet, près d'un tiers des actifs sous gestion sont investis dans les actions. Cependant, la bonne performance des marchés actions est secondée par une collecte 2013 qui reste à un niveau élevé sans pour autant atteindre son niveau de 2012 (baisse de 6 % entre 2012 et 2013). Le contexte de taux bas n'a pas impacté les fonds monétaires (+14 milliards de dollars en 2013) qui n'ont pas enregistré de décollecte contrairement aux autres zones géographiques.

En Asie : l'encours sous gestion en Asie n'a que peu augmenté (+3 %) malgré une collecte en très forte hausse (+66 %).

En Europe : la gestion collective en Europe est à l'instar des États-Unis, en croissance importante sur 2013. En réalisant une hausse de 17 %, l'Europe est la zone la plus dynamique. Elle passe de 53 % à 54 % de l'encours mondial sous gestion. Contrairement aux États-Unis qui ont stabilisé leur niveau de collecte, l'Europe a multiplié par trois son

montant de collecte, passant de 100 à 299 milliards de dollars. Toutes les classes d'actifs, hors monétaire, sont en collecte. Les fonds monétaires sont eux dans une phase difficile due à un contexte de taux bas. Les places les plus dynamiques sont le Luxembourg, l'Irlande et le Royaume-Uni. La France, n'a pas profité de cette hausse (seulement +0,5 %) en raison de son allocation très corrélée aux taux d'intérêt plutôt qu'aux marchés actions et à une part prépondérante des fonds monétaires.

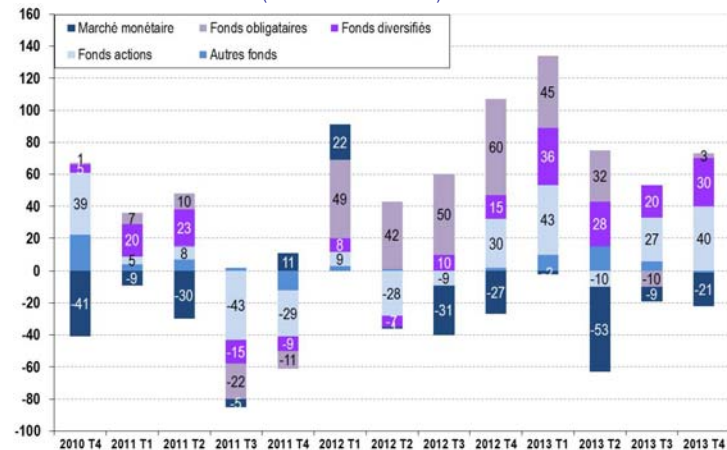
Graphique 141 : Évolution des collectes
(en milliards de dollars)



Sources : AMF, Efama.

Les produits actions et diversifiés (généralement exposés à plus de 50 % aux marchés actions) représentent la plus grande partie de la collecte tout au long de l'année. Les fonds obligataires ont collecté sur les deux premiers trimestres uniquement. Les fonds monétaires ont très fortement décollecté aux 2nd et 4^e trimestres (trimestres les plus impactés par le cycle des fonds monétaires).

Graphique 142 : Évolution des collectes
(en milliards de dollars)



Sources : AMF, Efama.

Le marché français de la gestion collective enregistre une année avec une faible croissance des encours (+0,5 %). Elle se maintient au-dessus du niveau des 1 200 milliards d'euros sous gestion mais ne profite pas du mouvement de hausse européen. La raison principale est la forte exposition au marché des taux et une moindre exposition aux marchés actions. Les facteurs pour lesquels l'exposition aux actions est plus faible en France que dans d'autres pays, avec une très faible collecte par rapport au reste de l'Europe, sont connus : une assez grande aversion aux risques de la part des clients particuliers, la concurrence

des produits bancaires de bilan et, pour ce qui concerne plus spécifiquement les institutionnels, la baisse des réserves des caisses de retraite et de certaines mutuelles. Cette spécificité française a permis de ne pas subir trop fortement les crises (rôle d'amortisseur) mais engendre une forme d'inertie lors des redémarrages des marchés actions.

La croissance quasi nulle de la gestion collective française masque une activité très riche en 2013 de cette dernière : beaucoup de créations de produits, de réaménagements de gamme ont été observés. L'offre OPCVM française est en forte progression au regard des autres typologies de fonds. Les premiers schémas transfrontaliers ont été mis en place (maître-nourricier OPCVM par exemple). Les grands groupes privilégient leurs offres OPCVM au détriment des autres fonds d'investissement. Avec la mise en place de la directive AIFM, les gammes ont été réorganisées en supprimant des FIA (fonds d'investissement autre qu'un OPCVM) et en procédant à une bascule des encours sur les OPCVM.

4.2. Les modifications réglementaires internationales : AIFM et OPCVM

Deux modifications réglementaires importantes ont été mises en place en Europe pendant les 12 derniers mois et ont permis de renforcer le cadre de la gestion collective : de nouvelles orientations de l'ESMA concernant les OPCVM²⁴⁹ et la directive AIFM. Les orientations de l'ESMA ont précisé les règles spécifiques que les OPCVM doivent appliquer lorsqu'ils ont recours à des instruments financiers dérivés de gré à gré et à des techniques de gestion efficace de portefeuille : par exemple des règles de placement restrictives pour le réinvestissement du collatéral espèce reçu par les OPCVM. Ces orientations fixent également les critères que doivent respecter les indices financiers dans lesquels les OPCVM investissent. L'ensemble de ces nouvelles règles renforce la sécurité des OPCVM.

La mise en place de la directive AIFM à partir de juillet 2013 accroît également la sécurité des produits européens. Des règles harmonisées et renforcées s'appliquent progressivement aux gérants de FIA. En France, le renforcement des règles lié à la directive AIFM concerne plus de 350 sociétés de gestion et plus de 9 000 fonds sur les 12 000 produits de gestion collective. Les principales règles portent sur la supervision des acteurs de la gestion alternative (obligation d'agrément de toute entité gérant un FIA) le rôle du dépositaire (harmonisation de ses missions et clarification de sa responsabilité en cas de perte d'un instrument financier dont il a la garde), les fonds propres (mise en place de fonds propres complémentaires), la gestion des risques (stress-tests) les rémunérations (mise en place d'une politique de rémunération assurant l'alignement d'intérêt avec l'investisseur) ou encore le suivi des risques (obligation de reporting de l'ensemble des acteurs sur les principales expositions et contreparties).

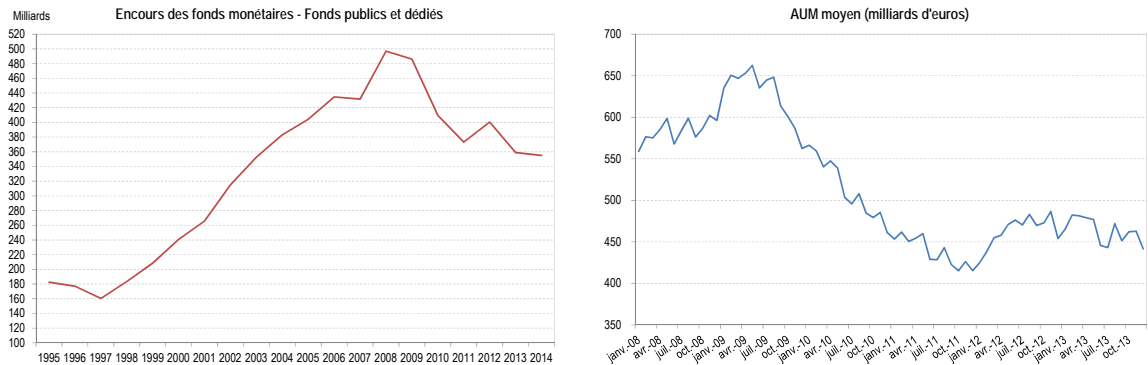
En ce qui concerne les dispositions réglementaires à venir relatives aux OPCVM, le Parlement européen a voté le 15 avril 2014 la directive OPCVM 5. La nouvelle directive, qui entrera en vigueur en 2016, porte exclusivement sur trois sujets pour lesquels un cadre harmonisé européen est mis en place. Elle prévoit tout d'abord des règles plus strictes et une plus grande responsabilité pour les dépositaires avec un régime quasiment identique au régime de la directive AIFM. La directive vise aussi à assurer une meilleure surveillance et à renforcer le régime de sanctions en cas de manquements aux dispositions de la directive. En termes de rémunération, l'accord mise sur la transparence et va soumettre les gestionnaires de fonds OPCVM à des règles équivalentes à celles introduites par la directive AIFM.

²⁴⁹ Orientations émises par l'ESMA concernant les fonds cotés et autres questions liées aux OPCVM (ESMA/2012/832FR)

4.3. Les fonds monétaires : une conjoncture difficile

Le contexte persistant de taux bas au niveau mondial a impacté très fortement les performances des fonds monétaires et par conséquent les encours sous gestion. En France, en cinq ans, les encours sous gestion ont diminué de 120 milliards d'euros. Au niveau européen, le Luxembourg subit également des pertes sur ses fonds monétaires. Le nombre de fonds ayant au moins une performance quotidienne négative sur un mois a atteint un plus haut (17 %) en début 2013 et semble désormais être stable. Les performances demeurent cependant faibles et peuvent expliquer les rachats importants sur ce segment de produits.

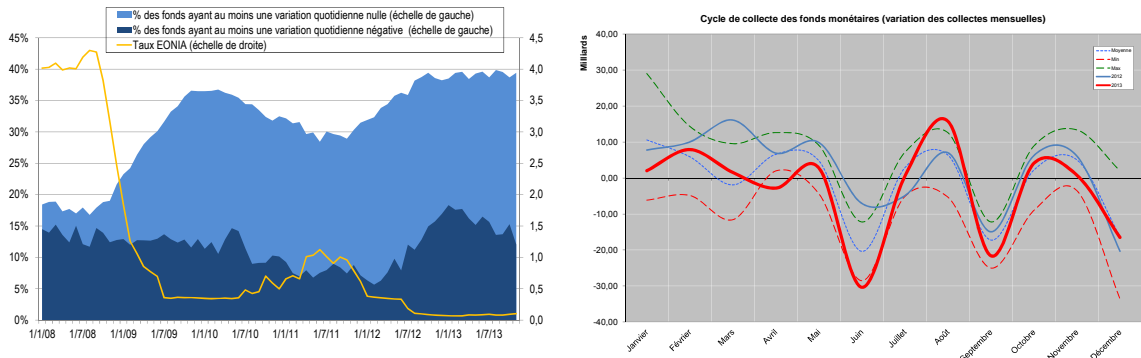
Graphique 143 et Graphique 144 : Encours total et moyen des fonds monétaires



Source : AMF.

Il est à noter que la très forte cyclicité des fonds monétaires et la forte décollecte observée en fin d'année peuvent biaiser les analyses si l'on ne remet pas en perspective les mouvements observés dans le courant de l'année. Cette cyclicité est le fait essentiel des investisseurs institutionnels : assureurs, caisses de retraites et des fonds de pension. Elle rend très complexe l'analyse des mouvements de souscription / rachats sur les fonds monétaires. Elle peut biaiser des tendances à moyen terme qui pourraient permettre d'analyser les tendances ou les risques de marché : les montants élevés de trésorerie des entreprises, le déséquilibre ou l'équilibre actif/passif des caisses de retraites ou assureurs sont autant de signaux difficiles à détecter dans ces cycles.

Graphique 145 et Graphique 146 : Performances et cyclicité des fonds monétaires



Source : AMF.

La décollecte des fonds monétaires est à regarder de très près dans la mesure où ces fonds contribuent au financement des entreprises et de l'économie plus particulièrement dans la zone euro.

C'est dans ce cadre que la Commission européenne a publié le 4 septembre 2013 un projet de règlement sur les fonds monétaires (« MMF »). Ce projet constitue l'un des jalons importants de la feuille de route législative en matière d'encadrement de la finance parallèle (ou *shadow banking*). L'objectif général du texte de la Commission est de rendre les fonds monétaires européens plus robustes et plus résilients face aux risques de désengagement brutal et massif des investisseurs (« *run* »), qui a été particulièrement mis en lumière aux États-Unis au moment de la crise de 2008.

Compte tenu du poids des fonds monétaires dans la gestion d'actifs française, de leur part de marché en France en Europe (environ 20 %) et du rôle essentiel qu'ils exercent en matière de financement à court terme des émetteurs de la zone euro, y compris bancaires et souverains, l'AMF est particulièrement mobilisée sur ce texte. Elle milite pour que les recommandations de l'OICV et du Conseil Européen du Risque Systémique (ESRB), auxquelles elle a contribué, soient prises en compte au niveau européen. Pour rappel, ces institutions recommandaient aux législateurs d'imposer la conversion des fonds à valeur liquidative constante (CNAV) en fonds à valeur liquidative variable (VNAV). En effet, les fonds CNAV sont jugés plus exposés au risque de run notamment en raison de leur utilisation de méthodes comptables (linéarisation, arrondi de la valeur liquidative) qui véhiculent une impression artificielle de stabilité et font percevoir à tort ces fonds comme des équivalents sans risque des dépôts bancaires.

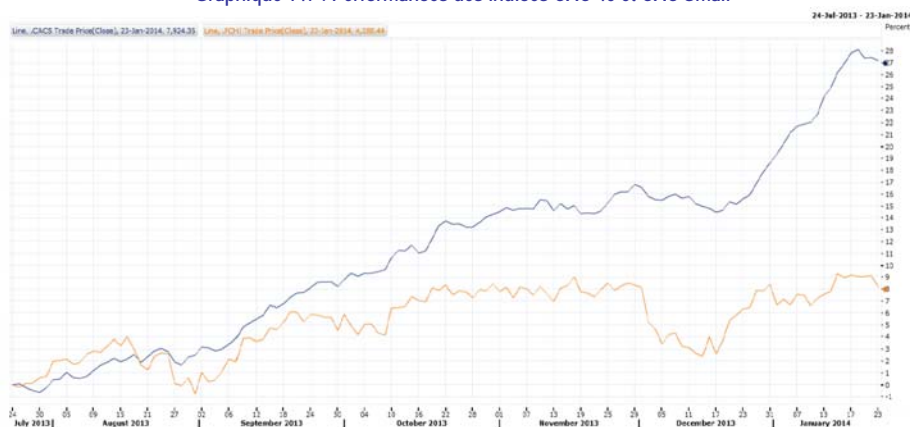
Le projet de règlement de la Commission propose un encadrement des fonds monétaires européens grâce à des règles précises portant notamment sur les actifs éligibles, la diversification du portefeuille, la gestion de la liquidité, et la transparence. S'agissant de la qualité de crédit des titres en portefeuille, les références aux notations de crédit des agences seraient supprimées et l'ensemble des sociétés de gestion de fonds monétaires devraient mettre en place une procédure d'évaluation interne de ce risque. Enfin, et surtout, les fonds CNAV se verraient tenus de constituer et de maintenir en permanence une réserve en capital (« *NAV buffer* ») égale à 3 % de leur actif net, afin de compenser l'écart entre la valeur liquidative « de marché » du fonds et sa valeur liquidative constante. Le financement de cette réserve incomberait au sponsor du fonds CNAV. Ce projet de règlement n'a fait l'objet d'aucune discussion au Conseil européen jusqu'ici et devrait être négocié sous la nouvelle mandature du Parlement européen élu en mai 2014.

Concernant les porteurs de ces fonds, la recherche de meilleurs rendements se traduit par une tendance des investisseurs institutionnels à délaisser les fonds monétaires au profit d'investissements plus risqués ou moins liquides. Leur préférence pourrait par exemple se reporter sur les SCPI affichant de meilleurs rendements (de l'ordre de 5,5 % annuel) au prix d'un changement de couple rendements-risques, l'allongement de la maturité des placements et le renoncement à un fonds ouvert. De même, certains investisseurs institutionnels délaissant les fonds monétaires pourraient avoir tendance à privilégier des contrats de capitalisation, typiquement de l'assurance vie à base d'obligations à liquidité réduite, ce qui induit un changement de maturité pour les actifs sous-jacent au placement.

4.4. PEA-PME

L'annonce mi-2013 d'un dispositif fiscal PEA-PME (concernant à la fois les valeurs cotées et non cotées) a conduit fin 2013 à une augmentation importante de la collecte sur les fonds investissant sur des valeurs cotées relevant de ce périmètre. Cette collecte a certainement pu être anticipée par certains investisseurs courant 2013, qui ont pu se positionner sur ces marchés. L'écart de performance entre le CAC 40 et le CAC Mid & Small Caps s'est renforcé durant le dernier trimestre 2013. Un retour à la normale s'est opéré début 2014 avec une évolution CAC 40 et CAC Mid & Small Caps sans écart significatif, au contraire de fin 2013.

Graphique 147 : Performances des indices CAC 40 et CAC Small



Notes de lecture : Performance de l'indice Cac Small (bleu) et du CAC 40(orange) entre le 24/07/13 et le 23/01/14.
Sources : AMF, Bloomberg.

Cet afflux de capitaux dans le dispositif PEA-PME pourrait faire peser un risque de performance si les investisseurs opéraient des rachats relativement importants. La liquidité de la majorité des valeurs cotées éligibles est en effet très faible. Ces risques concernent essentiellement les clients particuliers qui, paradoxalement, ne souscrivent pas les fonds actions de grande capitalisation, mais ont été incités par les réseaux bancaires à souscrire des fonds PEA-PME plus risqués, et dont la valorisation avait déjà beaucoup monté, avant même leur commercialisation active.

La difficulté d'analyse des critères d'éligibilité des valeurs au dispositif PEA-PME a toutefois amené certains distributeurs financiers à privilégier la gestion collective pour ce dispositif, en souhaitant laisser l'analyse des critères aux gérants. Certaines banques n'ont pas souhaité ouvrir l'enveloppe PEA-PME aux titres en direct mais seulement aux fonds. Cet élément peut expliquer en partie également les premières observations d'une collecte dynamique sur les fonds.

4.5. Développement de la titrisation et de la gestion des créances

Les sociétés de gestion continuent en 2013 à développer des solutions de gestion d'actifs fondées sur les créances. A côté des quatre sociétés de gestion de fonds commun de créances historiques, plus d'une vingtaine de sociétés de gestion ont un programme d'activité permettant d'investir dans des créances.

Deux initiatives législatives et réglementaires ont permis de faciliter le développement de ces solutions. Tout d'abord la transposition de la directive AIFM en juillet 2013 a rendu éligibles les créances à l'actif des FIA professionnels et grand public à titre de diversification. Les créances, jusque-là interdites en direct à l'actif des fonds d'investissement à vocation générale, sont désormais éligibles jusqu'à 10 % de l'actif.

L'initiative gouvernementale de mise en place des Fonds de prêt à l'économie a permis également de rendre éligibles pour les assureurs certains fonds professionnels spécialisés (anciens fonds contractuels) et certains organismes de titrisation investissant dans des créances. Lors de la transposition de la directive AIFM, la contrainte française de notation lors de l'admission à la cotation des organismes de titrisation a été également supprimée. A la suite de la transposition de la directive AIFM et pour assurer une meilleure lisibilité des différents véhicules et acteurs de la titrisation, il sera mis fin au 22 juillet 2014 au statut de société de gestion de fonds commun de créances et au fonds commun de créances. A cette date, les sociétés de gestion de fonds commun de créances devront se transformer en sociétés de gestion de portefeuille et les fonds commun de créances en organismes de titrisation.

Toutes ces initiatives contribuent au développement du marché des créances en France. Le nombre d'acteurs agréés pour utiliser les créances est ainsi passé de 20 fin 2012 à 29 fin 2013. Le développement de la titrisation a principalement porté en 2013 sur le financement des entreprises et plus particulièrement des ETI et PME. Quelques initiatives de place sont à souligner sur ce segment (les fonds NOVO par exemple) qui permettent à des investisseurs institutionnels d'intervenir sur des fonds de créances sans levier finançant les PME.

Ce nouveau métier des sociétés de gestion nécessite des moyens et des équipes très spécialisées pour bien maîtriser les risques de la gestion de créances, très loin des compétences nécessaires pour gérer les titres obligataires. Par ailleurs, le démarrage de cette activité, effectivement très prometteur pour les sociétés de gestion est en fait assez lent en France, avec des encours encore très modestes.

4.6. Gestion spécialisée : immobilier et capital investissement

› Le secteur de l'immobilier

La directive AIFM a commencé à modifier légèrement le paysage de l'immobilier et du capital investissement. Certains acteurs qui jusqu'à présent étaient des acteurs non-régulés – parce qu'ils ne géraient pas de fonds d'investissement – devront obtenir un agrément avant le 22 juillet 2014 s'ils gèrent un véhicule qui répond à la définition de la directive AIFM. La directive AIFM a une définition très large de la notion de fonds d'investissement immobilier qui dépasse la liste classique des véhicules immobiliers qui était dans le code monétaire et financier. La nouvelle définition des fonds d'investissement (FIA) dans la directive AIFM a été conçue de manière large afin de couvrir l'ensemble des structures d'investissement pouvant se rencontrer dans les différentes juridictions, et de soumettre leurs gestionnaires à un ensemble de règles homogènes. La nouvelle définition désigne tout type de véhicule qui a pour but de lever des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs dans le but de les investir conformément à une politique d'investissement définie. La notion de FIA désigne ainsi la plupart des véhicules de placement collectif régulés, d'ores et déjà listés par l'article L.214-24 du code monétaire et financier. Ainsi les organismes de placement collectif en immobilier (OPCI), les organismes professionnels de placement collectif en immobilier (OPPCI), les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et les sociétés d'épargne forestière (SEF) sont *de facto* qualifiés de FIA.

Mais avec la nouvelle définition d'AIFM, des véhicules qui n'étaient jusqu'alors pas régulés peuvent aussi entrer dans le périmètre des FIA : c'est par exemple le cas de certaines sociétés civiles immobilières (SCI), sociétés d'investissement immobilières cotées (SIIC), groupements forestiers, groupements fonciers viticoles... dès lors qu'ils vérifient les critères de la définition et présentent les caractéristiques mentionnées dans la position AMF n°2013-16. De nombreux acteurs gèrent des véhicules qui respectent cette définition. Plusieurs

milliards d'euros d'actifs immobiliers supplémentaires devraient ainsi être régulés par la directive AIFM.

Parmi les garanties importantes et nouvelles pour la protection des épargnants et la lutte contre le risque systémique introduites par la directive AIFM figure le rôle du dépositaire. La directive AIFM a introduit de nouvelles exigences quant à la désignation d'un dépositaire pour les fonds immobilier. Le dépositaire endosse plusieurs missions. En plus de sa mission de conservation, il assume la mission de contrôle qui a été renforcée et précisée par la directive AIFM. Il vérifie si le gestionnaire et le fonds appliquent les règles qui s'imposent à eux. Il veille aussi au suivi de l'ensemble des flux de liquidités (*cash monitoring*), et il assure la conservation des instruments financiers ainsi que la garde des autres actifs. S'agissant des actifs immobiliers, le rôle du dépositaire est donc de vérifier que le FIA ou la SGP agissant pour le compte du FIA en a la propriété, en tenant un registre et en se fondant sur les informations et documents permettant de confirmer la réalité des droits. Le rôle du dépositaire couvre ainsi un cadre très large de contrôles et renforce la protection des investisseurs.

Par ailleurs, l'année 2013 a été marquée par une poursuite du fort développement des SCPI. Avec une collecte de 3,03 milliards, en progression de 4,8 % par rapport à 2012, l'année 2013 est proche d'une collecte historique. La capitalisation des SCPI est fin 2013 proche de 30 milliards d'euros, en progression de 9,1 %. L'augmentation des transactions sur le marché secondaire en 2013 ne modifie pas significativement un taux de transactions qui reste très faible sur le marché secondaire. Les SCPI sont des produits fermés qui nécessitent un horizon d'investissement long. La mise en place par certains véhicules en 2013 d'un marché « primaire », c'est-à-dire un marché permettant de souscrire des parts en cas de demande de rachat d'un autre investisseur a été un élément nouveau. Le marché primaire des SCPI est toutefois très différent du marché primaire classique d'un fonds car la possibilité de sortie reste incertaine. La mise en place d'un tel mécanisme pourrait donner une illusion de liquidité. Les SCPI privilégiaient jusqu'à présent le marché secondaire classique où acheteurs et vendeurs vendent leurs parts via le carnet d'ordre. Les rendements élevés par rapport au taux sans risque, même s'ils ont diminué en 2013, ont certainement expliqué le succès des SCPI.

Le risque d'absence de liquidité de ces placements qui sont des fonds fermés ne doit pas être ignoré par les nouveaux souscripteurs, qu'ils soient clients grand public ou institutionnels. Les réallocations d'actifs de certains institutionnels de petite taille vers cette classe d'actifs en substitution de placement monétaires au rendement désormais quasiment nul peuvent être un élément d'attention plus particulier.

Dans les autres placements immobiliers, des innovations sont apparues en 2013 : des fonds souhaitant investir au moyen des techniques du viager ou de la nue-propriété. Ces techniques, même si elles permettent d'être exposé au marché de l'immobilier avec une moindre immobilisation de capital, présentent des risques supplémentaires et plus particulièrement le risque de juste valorisation au montage, en cours de vie ou lors de la revente.

» **Le capital investissement**

Le capital investissement finit l'année 2013 en demi-teinte. Les levées de fonds sont significatives en 2013 avec 8,2 milliards d'euros, avec des levées exceptionnelles en fin d'année. Elles sont à un plus haut sur 5 ans et pour la première fois depuis 5 ans supérieures aux investissements. Toutefois, les levées de fonds restent encore inférieures à la moyenne 2005-2008. Ces levées de fonds pourraient être encore insuffisantes pour répondre aux besoins de financement en fonds propres des entreprises françaises. Les levées de fonds restent également faibles par exemple dans le capital innovation en comparaison avec les États-Unis.

Certaines sociétés de gestion continuent à éprouver des difficultés avec les fonds grand public présentant des avantages fiscaux. Certains de ces fonds témoignent de difficultés à trouver leur public. La faiblesse des encours collectés peut être un facteur de risque si la taille du fonds est trop modeste pour pouvoir proposer une diversification suffisante aux investisseurs ou pour faire face à ses coûts fixes.

Pour répondre à ce risque, fin 2013, la loi a donné la possibilité à l'AMF de refuser l'agrément de nouveaux fonds de capital investissement fiscaux présentés par une société de gestion lorsque chacun des fonds communs de placement dans l'innovation et des fonds d'investissement de proximité constitués par la société de gestion concernée au cours des années précédentes présente un montant total de souscriptions inférieur à un seuil fixé par décret et lorsque les encours gérés en fonds de capital investissement sont inférieurs à un seuil lui aussi fixé réglementairement.

4.7. Synthèse du chapitre

Une bonne performance des marchés actions et des taux d'intérêts particulièrement bas sont les éléments de marché qui ont marqué l'année 2013 et le début 2014. Ces conditions permettent aux gestionnaires d'actifs de gagner des encours sous gestion quasiment sur toutes les zones, et 2013 est une seconde année de rebond après les années difficiles de la crise financière 2008-2012.

Dans ce contexte le développement de produits nouveaux – par exemple les propositions d'investissement sur des actifs réels (vins, tableaux...), sur des biens atypiques - constitue un élément de vigilance. Les réallocations d'actifs des classes d'actifs traditionnelles vers ces nouvelles classes d'actifs pourraient constituer de nouveaux risques pour les investisseurs.

L'environnement réglementaire et fiscal est toujours un des éléments d'attention pour la gestion d'actifs. De nombreuses directives et règlements sont en cours d'élaboration au niveau européen (OPCVM 5, fonds long terme, MIF 2 ...) et pourraient avoir une grande influence sur les encours en gestion d'actifs dans les années à venir. Les aspects fiscaux (taxe sur les transactions financières, Fatca²⁵⁰...) sont également des points d'attention car ils peuvent provoquer des phénomènes rapides de réallocation d'actifs.

Les gestionnaires d'actifs en France poursuivent la mise en place des nouvelles contraintes structurantes pour limiter les risques systémiques. A ce titre, la directive AIFM est en cours de mise en oeuvre par les acteurs : les derniers piliers seront le *reporting* complet à fournir aux régulateurs au cours du dernier trimestre 2014, et le volet concernant la rémunération qui entrera en vigueur pour la plupart des gérants en 2015. La mise en place du règlement EMIR constitue également un des enjeux de l'année 2014 pour les gérants d'actifs qui devront modifier et adapter leur contrats et leurs processus opérationnels tant pour les dérivés listés que pour les dérivés négociés de gré à gré.

La gestion continue à faire l'objet d'une attention particulière des régulateurs dans la mesure où certaines de ses entités fournissent des formes non bancaires d'intermédiation financière et pourraient pour certaines présenter un caractère systémique. À cet égard, l'AMF tient particulièrement à ce que soit reconnu le statut original de la gestion d'actifs, qui est certes une composante de la finance parallèle, mais dont les acteurs et les produits sont d'ores et déjà fortement régulés et assument une fonction essentielle et bénéfique de financement de l'économie.

²⁵⁰ *Foreign Account Tax Compliance Act.*

BIBLIOGRAPHIE

- Abouhossein K. et D. Lee (2010) « Global investment Banks - Investment banking wallet outlook - All eyes on equity derivatives », *JP Morgan Cazenove Equity Research*, septembre.
- ABE (2013) *Report on appropriate uniform definition of extremely high-quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Art 509(3) and (5) CRR*, 20 décembre.
- ACPR (2014) *Position de l'ACPR relative aux opérations sur Bitcoins en France*, 2014-P-01, janvier.
- ACPR-AMF-Ministère de l'économie et des finances (2013) « Un nouveau cadre pour faciliter le développement du financement participatif », *Consultation*, 30 septembre.
- AEAPP (2013) *Technical report on standard formula design and calibration for certain long-term investments*, 19 décembre.
- Agence Internationale de l'Énergie (2013) *World Energy Outlook 2013*, novembre.
- AMF (2014) « La veille sur les communications et les publicités sur les placements », *Lettre de l'observatoire de l'épargne de l'AMF*, n°7, mars, p. 2-3.
- AMF (2013a) « La rentabilité historique des placements en France », *La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n°6, décembre, p. 2-3.
- AMF (2013b) « Visites mystère 2013 : nouvelle campagne AMF », *La lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF*, n°5, octobre, p. 2-3.
- AMF (2012) « L'Autorité des marchés financiers appelle les épargnants à la plus grande vigilance en matière de placements atypiques proposés au public », *Communiqué de presse*, décembre.
- Arce Ó., E. Prades et A. Urtasun (2013) « Changes in household saving and consumption in Spain during the crisis », *Economic Bulletin*, Banco de España, septembre, p. 27-35.
- ARPP (2014) « Publicité des produits financiers et d'investissement, et services liés », *Recommandation de l'ARPP*, janvier.
- Arrondel L., M. Roger et F. Savignac (2013) « Patrimoine et endettement des ménages dans la zone euro : le rôle prépondérant de l'immobilier », *Bulletin de la Banque de France*, n°192, 2^e trimestre.
- Arrondel L., V. Borgy et F. Savignac (2012) « L'épargnant au bord de la crise », *Revue d'Économie Financière*, n°108, p. 69-90.
- Artus P. (2013) « Cycle mondial et prix des matières premières », *Flash Marchés*, n° 624, Recherche économique, Natixis, 12 septembre.
- Artus P., A. Bozio et C. Garcia-Peñalosa (2013) « Fiscalité des revenus du capital », *Les notes du conseil d'analyse économique*, n° 9, septembre.
- Assemblée Nationale (2011) *Rapport d'information n°3863 sur le prix des matières premières*, octobre.
- Association for Financial Markets in Europe (2011) « The Nature and Scale of OTC Equity Trading in Europe », *Market Analysis*, avril.
- Avdjiev S., A. Kartasheva et B. Bogdanova (2013) « CoCos: a primer », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- Bachelier A. et L. Mauro (2013) « Le patrimoine économique national en 2012 », *Insee Première*, n°1480, décembre.
- Banque de France (2014a) « Épargne des ménages 4^{ème} trimestre 2013 et premiers éléments pour le 1^{er} trimestre 2014 », avril.
- Banque de France (2014b) « Comptes financiers des agents non financiers 4^{ème} trimestre 2013 », *STAT INFO*, Direction Générale des Statistiques, avril.
- Banque de France (2013) « Les dangers liés au développement des monnaies virtuelles : l'exemple du bitcoin », *Focus n°10*, 5 décembre.
- Bank for International Settlements (2013) *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, septembre.
- BCE (2013) *Structural Indicators for the EU Banking Sector*, 8 juillet.
- BCE (2012) *Virtual currency schemes*, octobre.
- Berger K. et D. Lefebvre (2013) « Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité », *rapport au Premier Ministre*, avril.
- Besson A.-J., V. Passeron et H. Soua (2014) « Les comptes de la nation en 2013 », *Insee Première*, n°1499, mai.
- Bhagwati J. (1971) « The generalized Theory of Distortions and Welfare », in J. Bhagwati, R. Jones, R. Mundell and J. Vaneck, eds. *Trade, balance of payments and growth: Papers in International Economics in Honor of Charles P. Kindleberger*, North Holland.
- Biais B., T. Foucault et S. Moinas (2012) « Equilibrium High Frequency Trading », *HEC Paris Research Paper*, n° 968.
- Bluet H. (2013) « Estimations historiques de la rentabilité des actifs et prime de risque », *Lettre Économique et Financière*, n°3, AMF, septembre, p. 12-20.
- Bonis (de) R., D. Fano et T. Sbrana (2012) « Household Wealth in the Main OECD Countries from 1980 to 2011: what do the data tell us? », *OECD Working paper*, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, décembre.
- Boulad-Traversini *et alii* (2014), « Additional Tier 1 Contingent Capital: Securities Have Common Features, but Structural Differences Pose Degrees of Credit Risk to Investors », *Moody's Investors Services*, février.
- Boulatov A. et T. George (2013), « Hidden and displayed liquidity in securities markets with informed liquidity providers », *Review of Financial Studies*, à paraître.
- Brogaard J. (2011) « High Frequency Trading and Its Impact on Market Quality », *Working Paper*.
- Bureau of Economic Analysis (2014), *Current and historical data*, p. D-56, avril.

- Burkhardt B. (2014) *The single supervisory mechanism and the comprehensive assessment of 128 European Banks*, mai.
- Claessens S., Z. Pozsar, L. Ratnovski et M. Singh (2012) « Shadow banking: economics and policy », *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/12, FMI, 4 décembre.
- Claessens S. et L. Ratnovski (2014) « What is shadow banking? », *IMF Working Paper*, WP/14/25 FMI, février.
- Cœuré B. (2012) « Collateral scarcity – a gone or a going concern? », *Speech*, ECB-DND Joint central bank seminar on collateral and liquidity.
- Colliard J.-E. et P. Hoffmann (2013) « Sand in the chips: Evidence on Taxing Transactions in an Electronic Market », *Working Paper*.
- Commission des Communautés européennes (1992) *Vers un développement soutenable*, vol. ii, Bruxelles.
- Commission européenne (2014) *Responses to the public consultation on crowdfunding in the EU*, mars.
- Commission européenne (2014) « Libérer le potentiel du financement participatif dans l'Union européenne », *Communication de la Commission* au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 27 mars.
- Commission européenne (2013) *Commission staff working document impact assessment accompanying the document proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council*, septembre.
- Committee on Global Financial System (2013) « *Asset Encumbrance, financial reform and the demand for collateral assets* ».
- Conseil d'Analyse Économique (2012) « Le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire », *Rapport*, n°104.
- Conseil d'Analyse Économique (2009) « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », *Rapport*, n°86.
- Copeland B.R. et M.S. Taylor (1995) « Trade and transboundary pollution », *The American Economic Review*, 85, p.716-737.
- CPSS-IOSCO (2012) *Principles for Financial Market Infrastructure*.
- Crédit Agricole Cheuvreux (2010) *Navigating Liquidity 4; Market microstructure: A paradigm shift*.
- Crédit Suisse (2014) *Embracing Higher Risks*, avril.
- Cruz-Lopez J., J. Harris, C. Hurlin et C. Pérignon, (2013) « Comargin », *Working Paper*.
- Degryse H., F. De Jong, et V. Van Kervel (2014) « The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality », *TILEC Discussion Paper*, n°2011-026.
- Demartini A. (2013) « Quelle est l'importance du placement privé dans les émissions obligataires des entreprises françaises ? », *Lettre économique et financière de l'AMF* n°4, p. 10-20.
- Duquesne P. (2012) *Rapport sur la réforme de l'épargne réglementée*, Ministère de l'économie et des finances, septembre.
- EBA ESMA (2013) « Contrats sur différence (CFD) », *Avertissement à l'attention des investisseurs*, 28 février.
- Eechhoudt L., B. Rey et H. Schlesinger (2007) « A good sign for multivariate risk taking », *Management Science*, 53, p. 117-124.
- Ende B. et M. Lutat, (2011) « Trade-Throughs in European Cross-traded equities After Transaction Costs – Empirical Evidence for the Eurostoxx 50 », *Working Paper*, Goethe Universität.
- ESMA (2013a), « Retailisation in the EU », *Economic Report*, n°1, juillet.
- ESMA (2013b) « Collateral concerns in financial markets – a European perspective », *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n°1, février.
- ESRB (2014) « Is Europe overbanked ? », *Rapport* n°4 de l'Advisory Scientific Committee, juin.
- Eurostat (2014) « Taux d'épargne des ménages stable à 13,0 % dans la zone euro et en baisse à 10,6 % dans l'UE28 », *Communiqué de presse euroindicateurs*, n°66/2014, 30 avril.
- Feller J.-B. (2013) « Grandes tendances de l'épargne des ménages français au bilan des banques et des assurances : juin 2012-juin 2013 », *Analyses et Synthèse*, n°24, Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, décembre.
- Fender I. et U. Lewrick (2013) « Mind the gap? Sources and implications of supply-demand imbalances in collateral asset markets », *BIS Quarterly Report*, septembre.
- FFSA (2014a) « Le bilan de l'année 2013 Les perspectives de l'assurance 2014 », *conférence de presse de la FFSA*, 30 janvier.
- FFSA (2014b) *L'assurance vie à fin mars 2014 Estimations provisoires*, avril.
- Fidessa (2013) *European Dark Trading Analysis*, octobre.
- Fleming M., J.Jackson, A. Li, A.Sarkar et P. Zobel (2012) « An analysis of OTC interest rate derivatives transactions: implications for public reporting », *Staff Report*, n° 557, Federal Reserve Bank of New York.
- FMI (2012) *Safe Assets: Financial System Cornerstone*, avril.
- FSB (2014) « Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Globally Systemically Important Financial Institutions - Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies », *Consultative Document*, janvier.
- FSB (2014) *Seventh Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms*.
- FSB (2013) *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking – Policy framework for addressing shadow banking risks in securities lending and repos*, août.
- FSB (2013) *3^e rapport annuel sur la finance parallèle*, novembre.
- FSB (2013) *2013 update of group of global systemically important banks (G-SIBs)*, 11 novembre.

- FSB (2011) *Shadow banking: Strengthening oversight and regulation*, 27 octobre.
- FSB (2010) *Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*, 20 octobre.
- FSOC (2014) *Annual report*, mai.
- Garnier O. (2012) « Vers quel nouveau modèle de financement de l'économie en France et dans la zone euro », Chapitre 3 du *Rapport du CAE* n°104, p. 91-115.
- Garnier O. et D. Thesmar (2009) « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », *Rapport du CAE*, n° 86, La Documentation française.
- Goldman Sachs (2014) « All about Bitcoin », *Global Macro Research* n°21, 11 mars.
- Gorton G. (2012) « Securitized Banking and the Run on Repo », *Journal of Financial Economics*, n° 104, juin.
- Grasse C (2013) « Effects of Lit and Dark Fragmentation on Market Quality », *Working Paper*, Université Paris-Dauphine.
- IAIS (2013) *Global systemically important insurers (G-SIIs) and the policy measures that will apply to them*, juillet.
- ICMA (2014) *European repo market survey n°26*, décembre 2013.
- ICMA (2014) *Collateral is the New Cash: the Systemic Risks of Inhibiting Collateral Fluidity*, avril.
- IFOP (2013) « Observatoire 2013 de l'opinion sur l'image des banques », *étude IFOP pour la FBF*, mai.
- IOSCO (2014) *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, 5 février.
- ISDA (2013) *ISDA margin Survey*, avril.
- ISDA (2014) *ISDA margin Survey*, avril.
- Larosière (de) J. (2014) Future priorities for strengthening bank stability, Standard & Poor's à Bruxelles, 7 mai.
- Levy-Garboua V. et G. Maarek (2014) « Trois critiques de la régulation prudentielle des banques », *Revue de la stabilité financière* n°18, avril.
- Massolution (2013) *Crowdfunding Industry Report*, juin.
- Maystadt P. (2013), *Should IFRS standards be more "European"? Mission to reinforce the EU's contribution to the development of international accounting standards*, octobre.
- Menkvekd A. (2014) « Systemic Liquidation Risk: Centralized Clearing, Margins, and the Default Fund », *Working Paper*.
- Menkvekd A. (2013) « High Frequency Trading and the New Market-Makers », *Journal of Financial Markets*.
- Ministère de l'Agriculture, de l'Agroalimentaire et de la Forêt (2012) « Les nouveaux modes d'investissement sur les marchés dérivés de matières premières agricoles – décryptage et impact », *Étude* n°11.11, Centre d'Etudes et de Prospective, décembre.
- New York Attorney General (2014) *Remarks on High-Frequency Trading and Insider Trading 2.0*.
- Nimalendran N. et S. Sugata (2013) « Informational Linkages between Dark and Lit Trading Venues », *Journal of Financial Markets*, à paraître.
- O'Hara M. et M. Ye (2011) « Is Fragmentation Harming Market Quality », *Journal of Financial Economics*, 100, septembre.
- OICV (2013) *Principles for Financial Benchmarks, Final Report*, juillet.
- Parlement européen (2013) *Regulating Agricultural Derivatives Markets*, novembre.
- PWC (2014) *Passing the stress test, PWC survey on regulatory stress testing in banks*, janvier.
- SEC (2014) *What Drives the Complexity and Speed of Our Markets*, avril.
- SEC (2013) *Beyond silkroad: potential risks, threats and promises of virtual currencies*, novembre.
- SEC (2010) *Concept Release on Equity Market Structure*, 17 CFR Part 242.
- Sidanius C. et F. Zikes (2012) « OTC derivatives reform and collateral demand impact », *Financial Stability Paper*, No. 18, Bank of England, octobre.
- Singh M. (2013) « The changing collateral space », *IMF Working Paper*.
- Sode A. et V. Faubert (2013) « Raréfaction des actifs "sans risque" : estimations et perspectives », *Trésor Éco*, n°117, Direction Générale du Trésor, septembre.
- Standard & Poor's Ratings (2014) *Delving deeper into global trading Banks' risks and rewards: a study of public disclosure*, mai.
- The Law Library of Congress (2014) *Regulation of Bitcoins in selected jurisdictions*, janvier.
- Tucker P. (2013) « Les produits dérivés de gré à gré : nouvelles règles, nouveaux acteurs, nouveaux risques », *Revue de la stabilité financière*, n° 17, Banque de France, avril.
- Van Kervel V. (2012) « Liquidity: What you see is what you get? », *Working Paper*, mai.
- Weaver D. (2011) *Internalization and Market Quality in a Fragmented Market Structure*, Rutgers University;
- World Federation of Exchanges (2013) *Understanding High Frequency Trading*, mai.
- World Gold Council (2014) *China's gold market: progress and prospects*, avril.

LISTE DES ACRONYMES

ABE	Autorité bancaire européenne (EBA)	FATCA	<i>Foreign Account Tax Compliance Act</i>
ACPR	Autorité du contrôle prudentiel et de résolution	FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA)	FIA	Fonds d'investissement alternatifs
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)	FFSA	Fédération française des sociétés d'assurance
AFG	Association française de la gestion	FMI	Fonds monétaire international (IMF)
AFME	<i>Association for Financial Markets in Europe</i>	FSB	<i>Financial Stability Board (CSF)</i>
AIE	Agence internationale de l'énergie	FSOC	<i>Financial Stability Oversight Council</i>
AIFM	<i>Alternative Investment Fund Managers</i>	G3	Banque centrale européenne, Système fédéral de réserve des États-Unis, Banque du Japon
AMF	Autorité des marchés financiers	G20	Groupe des 20 (19 pays + Union Européenne)
ANC	Autorité des normes comptables	GFMS	<i>Gold Fields Mineral Services</i>
AQR	<i>Asset Quality Review</i>	GLAC	<i>Gone-Concern Loss Absorption Capacity</i>
ARPP	Autorité de régulation professionnelle de la publicité	HCSF	<i>High Council for Financial Stability</i>
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision	HFT	<i>High Frequency Trading (trading haute fréquence)</i>
BCE	Banque centrale européenne (ECB)	HQLA	<i>High-Quality Liquid Assets</i>
BFI	Banque de financement et d'investissement	IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
BIS	<i>Bank for International Settlements (BRI)</i>	IBOs	<i>Initial Bond Offerings</i>
BRI	Banque des règlements internationaux (BIS)	ICE	<i>Intercontinental Exchange</i>
CBRC	<i>China Banking Regulatory Commission</i>	IFP	Intermédiaire en financement participatif
CCP	<i>Central Counterparty (Chambre de compensation)</i>	IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
CDO	<i>Collateralised debt obligation</i>	IMF	<i>International Monetary Fund (FMI)</i>
CDS	<i>Credit default swap</i>	IMMFA	<i>Institutional Money Market Funds Association</i>
CEAOB	<i>Comité des autorités de supervision européenne de l'audit</i>	INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
CERS	Comité européen du risque systémique (ESRB)	IOSCO	<i>International Organisation of Securities Commission (OICV)</i>
CFD	<i>Contracts for Difference</i>	IPO	<i>Initial Public Offering</i>
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>	IRS	<i>Interest rate swaps</i>
CFTC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>	ISDA	<i>International Swaps Dealers Association</i>
CIF	Conseillers en investissements financiers	JODI	<i>Joint Organisation Data Initiative</i>
CIP	Conseiller en investissements participatifs	JOUE	Journal officiel de l'Union européenne
CGFS	<i>Committee on Global Financial System</i>	LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i>
CMBS	<i>Commercial mortgage-backed security</i>	LME	<i>London Metal Exchange</i>
CNAV	Fonds à valeur liquidative constante	LMEX	<i>London Metals Index</i>
Cocos	<i>Contingent capital convertible</i>	LSE	<i>London Stock Exchange</i>
Coreper	Comité des représentants permanents	LTRO	<i>Long-term Refinancing Operation</i>
CPB1	<i>Covered Bond Purchase Programme</i>	MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>
CPB2	<i>Covered Bond Purchase Programme</i>	MIF	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
CPSS	<i>Committee on Payment and Settlement Systems</i>	MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
CRD	<i>Capital requirements directive</i>	MMFs	<i>Money Market Funds</i>
CRR	<i>Capital Requirement Regulation</i>	MRS	Mécanisme de résolution unique
CSD	<i>Central Securities Depository</i>	MSU	Mécanisme de supervision unique
CSF	Conseil de stabilité financière (FSB)	NAV	<i>Constant Net Asset Value</i>
CSDR	<i>Central Securities Depository Regulation</i>	NSFR	<i>Net Stable Funding Ratio</i>
DREP	Direction des relations avec les épargnants	OEE	Observatoire de l'épargne européenne
DFA	<i>Dodd-Frank Act</i>	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
EBA	<i>European Banking Authority (ABE)</i>	OMT	<i>Outright Monetary Transactions</i>
ECB	<i>European Central Bank (BCE)</i>	OPC	Organisme de placement collectif
EFAMA	Association européenne de la gestion d'actifs	OPCI	Organisme de placement collectif en immobilier
EFRAG	<i>European Financial Reporting Advisory Group</i>	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
EFSF	<i>European Financial Stability Facility</i>	OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
EGAOB	Groupe européen des organes de supervision de l'audit	OPPCI	Organisme professionnel de placement collectif en immobilier
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>	ORIAS	Organisme pour le registre des intermédiaires en assurance
EMEA	<i>Europe, the Middle East and Africa</i>	OTC	<i>Over the counter (de gré à gré)</i>
EMIR	<i>European Market Infrastructures Regulation</i>	OTF	<i>Organised Trading Facilities</i>
EMTN	<i>Euro Medium Term Notes</i>	Pb	Point de base
ESM	<i>European Stability Mechanism</i>	PBoC	Banque Populaire de Chine
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority (AEMF)</i>	PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
ESNI	<i>Euro Secured Notes Issuer</i>	PCS	<i>Prime Collateralised Securities</i>
ESRB	<i>European Systemic Risk Board (CERS)</i>	PEA	Plan épargne en actions
ETF	<i>Exchange Traded Fund (Produit indicé coté)</i>	PIB	Produit intérieur brut
ETI	Entreprise de taille intermédiaire	PME	Petites et moyennes entreprises
ETP	<i>Exchange Traded Product</i>		
REITSEU	<i>European Union (UE)</i>		
FAO	<i>Food and Agriculture Organization</i>		

PRIPS	<i>Packaged Retail Investments Products</i>
QE3	<i>Quantitative easing</i>
REITs	<i>Real Estate Investment Trusts</i>
Re-remic	<i>Resecurisation of real estate mortgage investment conduits</i>
RWA	<i>Risk-weighted Assets</i>
SAS	Société par actions simplifiée
SCI	Société civile immobilière
SCPI	Société civile de placement immobilier
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEF	<i>Société d'épargne forestière</i>
SFT	<i>Securities Financing Transactions</i>
SGP	Société de gestion de portefeuille
SIFI	<i>Systemically Important Financial Institution</i>
SIIC	Sociétés d'investissement immobilières cotées
TR	<i>Trade Repository</i>
TSF	<i>Total Social Financing</i>
UC	Unités de compte
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities</i>
UE	Union européenne (EU)
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
VLTRO	<i>Very Long Term Refinancing Operations</i>
VL	Valeur liquidative
VNAV	Fonds à valeur liquidative variable
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WMP	<i>Wealth Management Products</i>

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 :	Taille des bilans des banques centrales	16
Graphique 2 :	Financement de banques européennes à la BCE selon leur pays d'origine	16
Graphique 3 :	Taux des emprunts d'État	16
Graphique 4 :	Primes des CDS souverains à 5 ans en Europe.....	16
Graphique 5 :	Évolution du coût des emprunts obligataires en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation.....	17
Graphique 6 :	Évolution des indices de CDS d'émetteurs privés en Europe et aux États-Unis	17
Graphique 7 :	Écart entre les rehaussements et les dégradations de notes (<i>rating drifts</i> , en %)	17
Graphique 8 :	Évolution des défauts dans le secteur des <i>corporate</i>	17
Graphique 9 :	Émissions obligataires privées au niveau mondial	18
Graphique 10 :	Émissions de titres de dette dans les pays émergents.....	18
Graphique 11 :	Émissions de titres de dette risquée aux États-Unis et en Europe	18
Graphique 12 :	Émissions de titres de dette sécurisée en Europe.....	19
Graphique 13 :	Iboxx Euro Covered 1-10 ans	19
Graphique 14 :	Émissions mondiales de CoCo's	20
Graphique 15 :	Financement des entreprises dans la zone euro	23
Graphique 16 :	Évolution des prêts syndiqués en Europe et aux États-Unis	23
Graphique 17 :	Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis	24
Graphique 18 :	Évolution des taux de migration par classes d'actifs au sein de la zone EMEA	24
Graphique 19 :	Estimation des exigences de charges de capital standardisées sur le risque de <i>spread</i> selon le type de produits et d'investisseur (produit noté AAA de maturité 5 ans, en %).....	25
Graphique 20 :	Évolution des principaux indices actions selon les zones géographiques.....	27
Graphique 21 :	Évolution des indices actions en Allemagne et les principaux pays périphériques de la zone euro	28
Graphique 22 :	Rendements des dividendes, des emprunts obligataires souverains et des entreprises notées dans la catégorie investissement aux États-Unis.....	28
Graphique 23 :	...et dans la zone euro.....	28
Graphique 24 :	Capitaux levés lors des introductions en bourse selon les zones géographiques.....	29
Graphique 25 :	Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe en 2013.....	30
Graphique 26 :	Évolution du nombre de sociétés cotées	31
Graphique 27 :	Émissions d'actions cotées au niveau mondial.....	31
Graphique 28 :	Fusions et acquisitions au niveau mondial	32
Graphique 29 :	Indice spot des matières premières CRB	33
Graphique 30 :	Évolution du prix au comptant des principaux indices de matières premières	34
Graphique 31 :	Production, consommation et prix du pétrole.....	34
Graphique 32 :	Cours du Brent et du WTI	34
Graphique 33 :	Évolution du prix au comptant de quelques matières premières agricoles.....	36
Graphique 34 :	Prix des métaux de base et du cuivre.....	37
Graphique 35 :	Prix de l'or et de l'argent	37
Graphique 36 :	Évolution du nombre	41
Graphique 37 :	Évolution de l'encours notionnel	41
Graphique 38 :	Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du pétrole	42
Graphique 39 :	Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé	42
Graphique 40 :	Corrélation entre la bourse mondiale et les matières premières	43
Graphique 41 :	Cours et spéculation sur le pétrole	44
Graphique 42 :	Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé	44
Graphique 43 :	Finance parallèle <i>versus</i> bancaire aux États-Unis.....	46
Graphique 44 :	Taux interbancaire <i>overnight</i> et cours des principales banques à Hong-Kong	47
Graphique 45 :	Flux de financement social en Chine	48
Graphique 46 :	Flux cumulés de financement social en Chine.....	49
Graphique 47 :	Taille des fonds monétaires	51
Graphique 48 :	Taille de la finance parallèle	51
Graphique 49 :	Nombre de transactions de bitcoins par jour	60
Graphique 50 :	Bitcoin : un e-phénomène	61
Graphique 51 :	Stock et production annuelle de bitcoins	63
Graphique 52 :	Cours des 2 principaux indices Bitcoin	65
Graphique 53 :	Volumes traités dans les carnets d'ordres électroniques des bourses	76
Graphique 54 :	Nombre de titres échangés dans les carnets d'ordres électroniques des bourses	76
Graphique 55 :	Volumes actions échangés sur Euronext Paris	78
Graphique 56 :	Parts de marché d'Euronext et de ses concurrents sur actions françaises	81
Graphique 57 :	Parts de marché du LSE et de ses concurrents sur actions britanniques	81
Graphique 58 :	Parts de marché de Xetra et de ses concurrents sur actions allemandes.....	81
Graphique 59 :	Indices de fragmentation sur actions françaises.....	83
Graphique 60 :	Indices de fragmentation sur actions britanniques.....	83
Graphique 61 :	Indices de fragmentation sur actions allemandes.....	83
Graphique 62 :	Part de marché sur actions européennes par type d'exécution.....	85
Graphique 63 :	Volumes mensuels sur <i>dark pools</i> , actions européennes.....	86
Graphique 64 :	Part de marché sur actions françaises par type d'exécution	86
Graphique 65 :	Volumes mensuels sur <i>dark pools</i> , actions françaises	86
Graphique 66 :	Part de marché sur actions britanniques par type d'exécution	86

Graphique 67 :	Volumes mensuels sur <i>dark pools</i> ,	86
Graphique 68 :	Part de marché sur actions allemandes par type d'exécution	87
Graphique 69 :	Volumes mensuels sur <i>dark pools</i> ,	87
Graphique 70 :	Taille moyenne des ordres sur <i>dark pools</i>	88
Graphique 71 :	Dérivés de gré à gré : montant notionnel global	93
Graphique 72 :	Montants en valeur de marché brute	93
Graphique 73 :	Expositions aux dérivés des contreparties financières	94
Graphique 74 :	Part des marché sur swaps de taux.....	94
Graphique 75 :	Part des marché sur dérivés sur devises.....	94
Graphique 76 :	Part des marché sur dérivés actions.....	95
Graphique 77 :	Part de marché par type de contrepartie dans les volumes sur dérivés de taux, avril 2013	95
Graphique 78 :	Montants notionnels de dérivés de taux d'intérêt compensés centralement	97
Graphique 79 :	Volumes et parts de marché sur swaps de taux	98
Graphique 80 :	Volumes et parts de marché sur dérivés sur devises	98
Graphique 81 :	Volumes et parts des marché sur dérivés actions	98
Graphique 82 :	Part du volume des dérivés OTC avec échange de collatéral (en %)	105
Graphique 83 :	Estimation du collatéral en circulation. Dérivés OTC (en milliards de dollars).....	105
Graphique 84 :	Encours de crédit de la BCE aux banques et collatéral-Eurosystème	107
Graphique 85 :	Titres mis en garantie comme collatéral-Eurosystème	107
Graphique 86 :	<i>Spreads</i> de CDS 5 ans des banques.....	108
Graphique 87 :	Ratios de liquidité en Europe au T1 2014	115
Graphique 88 :	Cours boursiers des principales banques françaises	116
Graphique 89 :	Réserves de liquidité / encours de refinancement de court-terme.....	119
Graphique 90 :	Coût du risque.....	120
Graphique 91 :	Coût du risque sur encours de crédit BFI et Groupe	120
Graphique 92 :	Ratio de solvabilité (<i>Common Equity Tier One</i> , CET 1 <i>full</i> Bâle 3).....	121
Graphique 93 :	Produit Net Bancaire et Résultat Net Part du Groupe	122
Graphique 94 :	Produit Net Bancaire par activités.....	122
Graphique 95 :	Taux d'épargne brut et taux d'épargne financière des ménages.....	128
Graphique 96 :	Placements financiers nets des ménages	130
Graphique 97 :	Patrimoine financier net des ménages.....	130
Graphique 98 :	Principaux placements financiers nets des ménages	130
Graphique 99 :	Principaux encours financiers nets des ménages.....	130
Graphique 100 :	Patrimoine financier versus principaux placements financiers nets des ménages en 2013	132
Graphique 101 :	Principaux placements financiers des ménages.....	133
Graphique 102 :	Principaux placements financiers des ménages	133
Graphique 103 :	Rémunération de quelques placements	135
Graphique 104 :	Placements bancaires et assurance vie	136
Graphique 105 :	Principaux placements financiers bancaires	137
Graphique 106 :	Évolution mensuelle des placements à vue.....	139
Graphique 107 :	Évolution annuelle des flux	139
Graphique 108 :	Évolution annuelle des encours	139
Graphique 109 :	Principaux encours financiers des ménages	142
Graphique 110 :	Flux de placements annuels à destination.....	142
Graphique 111 :	Flux de placements annuels à destination.....	142
Graphique 112 :	Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans les principaux encours financiers des ménages	143
Graphique 113 :	Poids des actions détenues de façon directe et indirecte dans les principaux encours financiers des ménages, ventilés par type de support.....	144
Graphique 114 :	Décomposition de la variation des encours d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des supports d'investissement.....	144
Graphique 115 :	Achats nets d'actions cotées et évolution du CAC 40	145
Graphique 116 :	Dynamique de la contribution des ménages au financement de long terme	146
Graphique 117 :	Les performances comparées des actions, dividendes réinvestis et inflation déduite, de 1988 à 2013	147
Graphique 118 :	Performances réelles comparées des principaux actifs financiers de 1988 à 2013 en France ...	148
Graphique 119 :	Taux de rendement réels annuels moyens constatés fin 2013.....	149
Graphique 120 :	Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2011	150
Graphique 121 :	Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2012	150
Graphique 122 :	Structure des principaux encours financiers des ménages en 2012	151
Graphique 123 :	Évolution des principaux encours financiers des ménages dans les principaux pays européens	151
Graphique 124 :	Structure des risques financiers portés par les ménages	154
Graphique 125 :	Évolution du poids des placements financiers selon leur classe de risque	155
Graphique 126 :	Montants et émissions des produits structurés entre 2008 et 2013 en Europe	159
Graphique 127 :	Montants vendus dans les pays européens et variation des montants entre 2013-2014.....	159
Graphique 128 :	Ventes et nombre de produits émis annuellement depuis 2003 en France.....	160
Graphique 129 :	Part du nombre des principaux distributeurs	160
Graphique 130 :	Part des montants par principaux distributeurs.....	160
Graphique 131 :	Part des montants de marché des 10 premiers distributeurs depuis 2008.....	161

Graphique 132 : Structure des produits offerts selon leur niveau de garantie.....	161
Graphique 133 : Type de produits offerts en 2012 et 2013	162
Graphique 134 : Structure par sous-jacent (2013)	163
Graphique 135 : Répartition par instruments et enveloppes fiscales depuis 2010.....	163
Graphique 136 : Structure des produits offerts.....	163
Graphique 137 : Évolution des souscriptions nettes mensuelles des fonds à formule selon leur niveau de garanti	163
Graphique 138 : Nombre de CIF enregistré en France entre 2008 et mai 2014	166
Graphique 139 : Les thèmes des nouvelles publicités examinées par l'AMF en 2013.....	168
Graphique 140 : Évolution des encours sous gestion	172
Graphique 141 : Évolution des collectes	173
Graphique 142 : Évolution des collecte	173
Graphique 143 et Graphique 144 : Encours total et moyen des fonds monétaires.....	175
Graphique 145 et Graphique 146 : Performances et cyclicité des fonds monétaires.....	175
Graphique 147 : Performances des indices CAC 40 et CAC Small	177

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Performances des principaux indices actions	27
Tableau 2 : Palmarès des introductions en bourse (01/01/2013 - 02/05/2014)	30
Tableau 3 : Palmarès des fusions et acquisitions	32
Tableau 4 : Réserves de pétrole prouvées à fin 2012.....	35
Tableau 5 : Spectre des activités financières.....	45
Tableau 6 : Estimation des exigences de collatéral supplémentaires pour les transactions de gré-à-gré compensées centralement	56
Tableau 7 : Matrice des différents types de monnaie.....	60
Tableau 8 : Premières interprétations du statut des bitcoins et réglementations associées.....	68
Tableau 9 : Montant des obligations foncières sur créances immobilières	103
Tableau 10 : Hypothèses du scénario de <i>stress test</i> pour la zone euro et la France	112
Tableau 11 : Taux d'épargne brut des ménages.....	128
Tableau 12 : Évolution et structure des patrimoines économique et financier des ménages	129
Tableau 13 : Structure des placements bancaires des ménages	137
Tableau 14 : Évolution des principaux placements des ménages	140
Tableau 15 : Maturité des encours du patrimoine financier des ménages.....	146
Tableau 16 : Structure des risques financiers portés par les ménages	153
Tableau 17 : Présentation des classes de risque.....	155
Tableau 18 : Répartition des classes de risque au sein des principaux encours des ménages	155
Tableau 19 : <i>Total Expense Ratio</i> des fonds à formule français.....	164
Tableau 20 : Nombre de publicités par famille de produits et par cible en 2013.....	167

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1 : Le financement de l'économie (<i>crowdfunding</i>).....	21
Encadré 2 : La finance parallèle en Chine : la nécessité d'une vigilance renforcée.....	46
Encadré 3 : <i>Too big to fail</i> ?	57
Encadré 4 : Bitcoin et bitcoin	63
Encadré 5 : De premières faillites retentissantes	65
Encadré 6 : La réforme européenne de l'audit externe et des évolutions récentes aux États-Unis et au Royaume-Uni	73
Encadré 7 : Les risques liés au Trading Haute Fréquence (HFT)	79
Encadré 8 : La mesure de la fragmentation des marchés.....	82
Encadré 9 : Le dépositaire central et le système de règlement-livraison de titres financiers Target 2 Securities... 92	92
Encadré 10 : Le règlement européen EMIR	100
Encadré 11 : La catégorisation des collatéraux.....	104
Encadré 12 : Scénarios macroéconomiques des <i>stress tests</i> 2014-2016.....	112
Encadré 13 : Impact de la Taxe sur les Transactions Financières (TTF) française	115
Encadré 14 : La réforme des indices de référence (<i>benchmarks</i>).....	124
Encadré 15 : Données et choix méthodologiques	131
Encadré 16 : Bilan des campagnes de visites mystère de l'AMF	134
Encadré 17 : De nouveaux produits attendus en 2014.....	136
Encadré 18 : Évolution de l'épargne bancaire	138
Encadré 19 : Contribution de l'épargne des ménages.....	145
Encadré 20 : Risque en capital associé aux actifs financiers.....	152
Encadré 21 : Quelle protection pour les investisseurs du <i>crowdfunding</i>	156
Encadré 22 : Doctrine AMF sur la commercialisation.....	164
Encadré 23 : Recommandation de l'ARPP.....	168
Encadré 24 : Conséquences possibles de l'évolution de la configuration des agences bancaires sur la qualité du conseil fourni aux épargnants	169

« Risques et tendances » est une publication rédigée et coordonnée par la Division Etudes, stratégie et risques de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers, avec les autres rédacteurs cités ci-dessous.

Directeur de la publication
Olivier Vigna

Equipe de rédaction
Elsa Aubert
Arnaud Baranger
Laure de Batz
Kheira Benhani
Michel Degryse
Anne Delannoy
Anne Demartini
Vincent Derbali
Delphine Dirat
Olivier Eon
Gwenaëlle Flandrin
Nathalie Galizot-Corme
Philippe Garrau
Anne Gillet
Luc Goupil
Pauline Guérin
Véronique Janod
Nicolas Megarbane
Carine Romey
Julien Ruderman
Marie Seiller
Christelle Squibb

Secrétariat
Muriel Visage