

Juillet 2015

Division Études, stratégie et
risques



Risques et tendances N° 16

CARTOGRAPHIE 2015 DES RISQUES ET TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

Achevé de rédiger le 26 juin 2015

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, 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



L'AMF publie la neuvième édition de sa cartographie des risques qui reste fidèle à son ambition originelle d'apporter au régulateur et aux acteurs du marché financier une vision globale et structurée de l'environnement dans lequel ils interviennent. Cette nouvelle édition arrive à une période charnière de l'agenda réglementaire. Les réformes engagées post-crise en Europe sont désormais largement traduites en droit, et en cours d'entrée en vigueur. Prises dans leur ensemble, les nouvelles dispositions réglementaires étendent le champ de la supervision, mettent en œuvre des exigences rehaussées de transparence, renforcent la protection des investisseurs, encadrent l'activité des intermédiaires financiers, et contribuent à une plus grande stabilité financière.

Il s'agit maintenant de tirer un premier bilan de ces évolutions réglementaires, d'analyser leurs interactions, et de dresser la liste des chantiers qui demeurent à engager ou à finaliser pour garantir une meilleure prise en compte des risques financiers. Parmi ceux-ci, une meilleure appréhension des risques portés par la finance parallèle ou la sécurisation des opérations des chambres de compensation, dont le rôle sur les marchés de dérivés est désormais crucial, figurent d'ores et déjà en bonne place sur l'agenda des régulateurs.

Alors que nous dressons ce tableau des risques, le contexte macro-économique appelle une vigilance particulière. L'activité de la zone euro a, ces derniers mois, bénéficié du soutien de facteurs externes qui pourraient n'être que temporaires, notamment la baisse du cours de l'euro et du prix du baril de pétrole. La situation des pays émergents, dont certains sont en ralentissement voire en récession, continue à peser sur l'activité internationale. En ce qui concerne les facteurs internes, le soutien aux économies européennes provient tant de la politique budgétaire, moins restrictive, que de la politique monétaire.

Les mesures non-conventionnelles mises en place en début d'année 2015 par la Banque centrale européenne, avec des taux d'intérêt encore plus bas, soutiennent les marchés. Cependant la capacité des marchés à assurer la liquidité de certains instruments financiers, notamment obligataires, le possible accroissement de la volatilité liée à une variation brutale des anticipations ou à des événements politiques tels que ceux en cours en Grèce sont des facteurs d'incertitude.

Pour en revenir à l'environnement de taux d'intérêt bas, il pourrait, s'il persiste trop longtemps, pénaliser le modèle économique des banques et des assureurs. Il favoriserait aussi une recherche de rendement passant par des prises de risque excessives, posant ainsi la question de l'appréciation des risques par les investisseurs. Or, les marchés financiers doivent contribuer à orienter efficacement l'allocation de l'épargne en donnant durablement un prix au risque, ce qui paraît difficile quand les politiques monétaires brouillent la lecture des primes correspondantes.

A moyen terme, une normalisation des taux d'intérêt en zone euro, si elle est trop brutale ou mal anticipée, pourrait entraîner une correction importante du prix des actifs, entraîner une volatilité accrue sur les marchés et peser sur le bilan des institutions financières.

A plus long terme, c'est le financement de notre économie qui mérite notre attention, alors que se dessine un modèle davantage désintermédié. Le projet européen d'une Union des marchés de capitaux (UMC) devra répondre ainsi à la nécessité d'examiner de nouveaux outils, comme la titrisation simple, transparente et standardisée, et à favoriser une meilleure allocation des ressources en donnant aux marchés un rôle accru dans le financement de l'économie aux côtés du financement bancaire traditionnel.

Gérard Rameix,
Président de l'Autorité des marchés financiers

Sommaire

SYNTHÈSE DES RISQUES IDENTIFIÉS	5
CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE.....	9
1.1. Des coûts de financement à des niveaux historiquement faibles	9
1.2. La diversification des modes d'endettement s'est poursuivie	13
1.3. Le marché de la titrisation européenne demeure atone	17
1.4. Des marchés d'actions particulièrement bien orientés	18
1.5. La situation du système bancaire	21
1.6. Matières premières : l'impact de la baisse des prix du pétrole sur les marchés financiers	28
CHAPITRE 2 : L'ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION	31
2.1. Les marchés actions : organisation, transparence, fragmentation et liquidité	31
2.2. L'impact du <i>trading</i> haute fréquence sur le fonctionnement des marchés actions.....	38
2.3. Les marchés obligataires dans un environnement de taux bas	41
2.4. Les marchés de dérivés.....	45
2.5. La finance parallèle : tendances de marché et développements réglementaires	50
CHAPITRE 3 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES.....	57
3.1. Du taux d'épargne au patrimoine financier des ménages.....	57
3.2. Les flux de placements des ménages toujours orientés vers l'assurance vie et les dépôts bancaires	60
3.3. Un patrimoine des ménages majoritairement composé de contrats d'assurance vie et de dépôts bancaires.....	63
3.4. Comparaison internationale des comportements des ménages	65
3.5. La part d'actifs risqués détenue par les ménages reste stable	66
3.6. Dangers du trading en ligne d'instruments financiers spéculatifs	69
3.7. Commercialisation des produits financiers auprès des particuliers : pratiques et risques	73
CHAPITRE 4 : LA GESTION COLLECTIVE	78
4.1. Une collecte qui double en Europe et des encours record en 2014	78
4.2. Un contexte de taux bas qui pourrait modifier la structure des portefeuilles.....	80
4.3. Un redémarrage du capital risque en France	81
4.4. La mise en place de la directive AIFM en 2014 a renforcé la robustesse de la gestion d'actifs en France.....	82
4.5. Des travaux européens qui se poursuivent sur les fonds monétaires.....	87
4.6. Risque systémique sur la gestion d'actifs	88
BIBLIOGRAPHIE	91
LISTE DES ACRONYMES	92
LISTE DES GRAPHIQUES	93
LISTE DES TABLEAUX	94
LISTE DES ENCADRES	94

SYNTHÈSE DES RISQUES IDENTIFIÉS

Le risque de déflation a diminué en zone euro, mais la reprise économique reste faible et précaire.

L'activité en zone euro a été soutenue à la fois par des facteurs externes (dépréciation de l'euro, baisse du prix du pétrole) et par des facteurs internes (politique budgétaire moins restrictive, politique monétaire plus accommodante). En particulier, la nouvelle politique suivie par la BCE¹ a fait baisser les taux d'intérêt à leur plus bas historique (en France, l'OAT 10 ans est tombée à 0,35 % en avril 2015), ce qui a favorisé la dépréciation de l'euro, a rendu plus soutenable la dette tant des États que des agents privés (ménages, entreprises), et a incité à financer des investissements plus longs et plus risqués dans les entreprises du secteur non financier (projets a priori porteurs de croissance à long terme). En revanche, la hausse des prix d'actifs qu'a permise cette politique ne semble pas avoir soutenu la consommation des ménages par des effets richesse (notoirement faibles voire absents en Europe)² tout en faisant peser le risque du développement de bulles. Enfin, la dépréciation de l'euro a également eu l'effet positif de soutenir l'inflation, par la hausse du prix des importations.

Toutefois, au premier trimestre 2015, le PIB de la zone euro croît de 1,0 % seulement en glissement annuel, et l'inflation sous-jacente n'est que de 0,9 % sur un an en mai 2015. De plus, l'amélioration économique paraît précaire, sans reprise de l'investissement qui marquerait le retour des anticipations de croissance et donc le véritable rebond de l'économie. Les conditions financières exceptionnellement favorables pour les entreprises (émissions d'obligations à taux quasi nuls dans certains cas) ont été semble-t-il davantage mises à profit pour des opérations de refinancement que pour la formation brute de capital fixe.

Un premier groupe de risques pesant sur la capacité de rebond de l'activité en zone euro concerne les facteurs de soutien externe, qui pourraient s'inverser (appréciation de l'euro, hausse du prix du pétrole).

Les mouvements observés sur les marchés des changes et des matières premières montrent une grande volatilité qui ouvre la possibilité d'évolutions défavorables. Déjà, l'euro s'est réapprécié face au dollar et le cours du baril de pétrole a remonté au cours du printemps 2015³. L'environnement international pourrait également se révéler moins porteur qu'attendu : alors que l'on attendait une accélération grâce à la baisse du prix du pétrole, le PIB mondial ralentit du fait des pays émergents qui connaissent une baisse sensible de leur croissance pour des raisons essentiellement structurelles donc amenées à durer. Or, plusieurs de ces pays devraient en outre souffrir de la normalisation monétaire américaine à venir, comme l'avaient illustré les mouvements de marché observés quand la Fed avait annoncé son *tapering* en mai 2013 (sortie massive de capitaux, dépréciation des monnaies, inflation importée, etc.).

¹ En septembre 2014, la BCE a baissé son taux directeur à 0,05 %, et son taux de dépôt à -0,20 %. En janvier 2015, elle a annoncé le lancement d'un programme d'achats d'actifs de 60 milliards d'euros par mois de mars 2015 jusqu'à au moins septembre 2016.

² Contrairement aux États-Unis où une hausse de la valeur de marché du patrimoine des ménages se traduit empiriquement par une augmentation de leur consommation.

³ Face au dollar, l'euro a baissé de 1,39 le 6 mai 2014 à 1,05 le 13 mars 2015 avant de remonter à 1,14 le 15 mai 2015 ; le prix du pétrole a lui aussi subi de fortes fluctuations, passant de 114,29 dollars par baril le 20 juin 2014 à 46,44 dollars le 23 janvier 2015 avant de remonter à 65,01 dollars le 8 mai 2015.

Un second groupe de risques provient des facteurs internes à la zone euro. Outre les incertitudes liées à la Grèce, l'aléa principal concerne les conditions d'évolution de la politique monétaire non conventionnelle de la BCE.

Compte tenu des trajectoires de dette publique, un événement de crédit souverain en zone euro, ou une sortie de la zone euro, constituent des risques qui trouvent dans le cas de la Grèce leur expression la plus immédiate. Il s'agirait d'un événement dont les conséquences sont difficiles à estimer : on ne dispose pas de précédent historique comparable. L'effet direct sur les marchés d'un défaut grec pourrait dans un premier temps être limité : la dette grecque ne représente que 3,5 % du PIB de la zone euro et elle est désormais détenue essentiellement par des entités publiques, capables d'absorber les pertes sans qu'il y ait de conséquence directe sur les marchés financiers ; de plus, même si le secteur privé était touché, les mécanismes pour contenir les risques de contagion financière sont désormais en place au niveau européen. En revanche, les implications indirectes à moyen terme pourraient être fortes si les anticipations sur la pérennité même de la zone euro étaient remises en cause : le risque le plus important serait alors celui d'une remontée brutale des taux d'intérêt entravant la reprise en zone euro et remettant en cause la solvabilité des finances publiques pour certains États. La BCE dispose toutefois d'outils pour lutter contre un tel phénomène comme le programme d'opérations monétaire sur titres (*Outright Monetary Transactions*).

Hors événement extrême lié à la Grèce, on peut envisager avec davantage de probabilité deux risques opposés en ce qui concerne la politique monétaire non conventionnelle de la BCE.

Dans le premier cas, c'est le maintien prolongé de taux d'intérêt bas, de primes de risque et de terme comprimées, qui porte le danger d'une mauvaise allocation de l'épargne, le risque pouvant ne pas être correctement tarifé ou être mal apprécié par les investisseurs. S'il devait perdurer, cet environnement éroderait également progressivement le modèle économique des banques (baisse de la marge nette d'intérêt, l'activité de transformation étant moins profitable) et des assureurs (en raison d'un décalage entre les rendements versés à leur passif et à leur actif). Les gestionnaires d'actifs pourraient quant à eux procéder à des réallocations d'ampleur pour accroître le rendement offert.

À l'opposé, une normalisation rapide ou non anticipée de l'environnement de taux d'intérêt en zone euro (qu'elle vienne des décisions de la BCE, ou de la transmission à la zone euro de la politique monétaire américaine) porte le risque d'une re-tarifification brutale des actifs, notamment obligataires, avec des dépréciations et potentiellement de fortes réallocations. On peut ainsi penser à des sorties massives de fonds, dont la liquidité serait alors délicate à maintenir. Par ailleurs, des modes de financement qui ont connu un grand succès comme les obligations contingentes pourraient alors voir leur demande baisser, réduisant la capacité de financement de l'économie par les banques qui les ont utilisées pour renforcer leurs fonds propres prudentiels.

Pour le moment, les banques françaises ont pu maintenir leur rentabilité (hors éléments exceptionnels), grâce à une baisse substantielle du coût du risque tandis que l'activité de la banque de détail diminuait au profit des activités d'assurance et de marché. De plus, les politiques de réduction des frais engagées par l'ensemble des banques devraient alléger la pression à la baisse exercée sur la rentabilité. Cette stratégie, si elle se prolonge, accroîtra toutefois le niveau de risque pris (par exemple opérationnels si la réduction des coûts devient excessive). Quant aux gestionnaires d'actifs, ils ne semblent pas avoir déjà significativement modifié leur allocation dans des proportions significatives.

Dans un contexte où les prix d'actifs peuvent déjà s'écarter de leur valeur fondamentale, la volatilité risque de s'amplifier si la liquidité des marchés est insuffisante. Le marché obligataire justifie à ce titre une attention particulière.

Des épisodes de hausse éclair de la volatilité ont été observés sur les marchés obligataires, tant en Europe (les 29 avril 2015 et 7 mai 2015 sur les bons du Trésor allemands) qu'aux États-Unis (en octobre 2014 sur les bons du Trésor américain). Or, ces épisodes sont survenus sans que des informations fondamentales aient semblé justifier les mouvements constatés. Ce type de phénomène pourrait signaler une baisse de la liquidité sur les marchés secondaires, aggravée par un retrait des acteurs assurant la tenue de marché (activité qui serait moins rentable dans un environnement de taux bas et compte tenu des contraintes prudentielles pesant sur les banques).

Cette situation justifie l'attention particulière apportée par la régulation financière aux marchés obligataires. En effet, les mouvements souhaitables de prix risquent de passer par des phases indésirables de sur-ajustement, par exemple des baisses de prix excessives et temporaires des obligations en phase de remontée des taux d'intérêt. Les régulateurs doivent ainsi se doter d'indicateurs permettant d'apprécier le niveau de liquidité.

Pour le moment, les marchés financiers ont pu absorber les forts mouvements constatés, non seulement sur le marché obligataire mais aussi sur le marché des changes (appréciation éclair du franc suisse d'environ 20 % en janvier 2015), ou encore sur celui des matières premières (la chute du cours du baril de pétrole a notamment conduit à réévaluer le risque de crédit des producteurs de pétrole non conventionnels et fait doubler les encours de *distressed bonds* aux États-Unis au second semestre 2014).

Même avec un scénario idéal de normalisation monétaire en zone euro, des risques se poseront sur le financement de la croissance à long terme dans le nouveau contexte réglementaire.

La sortie de crise idéale requiert une levée lente, progressive, annoncée et anticipée des politiques non conventionnelles de la BCE, avec en particulier une remontée prévisible des taux d'intérêt qui accompagne la reprise économique⁴. À l'issue de ce processus, il faudra que le secteur financier doté de sa nouvelle régulation puisse financer la croissance. Or, le mouvement de désintermédiation bancaire devrait constituer une tendance de fond sous l'influence à la fois des réglementations limitant la capacité de financement des banques, notamment à long terme, et du développement d'offres alternatives dans le cadre du projet européen d'Union des marchés de capitaux (UMC).

L'incapacité de ces modes alternatifs à accompagner les besoins de financement quand le rebond de l'économie se produira ferait peser un risque sur la croissance à long terme. Ce risque est particulièrement fort *a priori* pour les PME qui sont encore dépendantes du financement bancaire. Les modes de financement alternatifs pourraient ainsi ne pas atteindre suffisamment tôt le niveau de développement ou de profondeur leur permettant de jouer pleinement leur rôle de substitution. Il serait ainsi utile de créer rapidement une titrisation simple, transparente et standardisée qui permette de contribuer au refinancement bancaire et donc à l'accroissement de l'offre de financement par les banques. Pour cela, il faudra éviter plusieurs écueils : par exemple, éviter de recueillir des créances de mauvaise

⁴ À ce titre, le calendrier de normalisation des deux côtés de l'Atlantique pourrait jouer un rôle important. Historiquement, les hausses de taux américains se sont toujours propagées aux taux européens et mondiaux. Or, il est probable que la conjoncture, plus favorable aux États-Unis qu'en zone euro, justifierait une remontée des taux européens plus tardive. La capacité de la BCE à contenir la remontée des taux longs en Europe jouerait alors un rôle crucial.

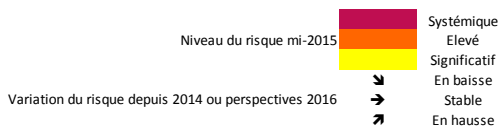
qualité sans que les investisseurs soient conscients des risques qu'ils prennent en raison d'une trop faible expérience et d'un manque de recul.

Un autre enjeu à long terme concerne l'évolution des marchés de dérivés vers une plus grande transparence et une meilleure prise en compte du risque de contrepartie. Ces changements contribueront à rendre ces activités moins procycliques, mais pourraient également faire émerger de nouveaux risques. La mise en œuvre de la réforme des marchés de dérivés de gré à gré implique ainsi une concentration du risque de contrepartie au sein des chambres de compensation centrale. Alors que le règlement EMIR prévoit d'ores et déjà la mise en œuvre de normes exigeantes de gestion du risque par les chambres de compensation, les travaux actuels s'attachent à minimiser les conséquences pour la stabilité financière d'un défaut d'un adhérent compensateur ou d'une situation d'insolvabilité d'une chambre de compensation centrale. À la suite des travaux du Comité de Bâle, de l'OICV et du FSB, la Commission européenne doit publier en 2015 une proposition législative sur les régimes de redressement et de résolution des chambres de compensation centrales.

Plus généralement, la désintermédiation fait peser le risque de la migration des activités vers des secteurs peu ou moins régulés. Ainsi, la finance parallèle est porteuse de risques liés à des phénomènes de retraits brutaux de capitaux analogues aux paniques bancaires (fonds monétaires à valeur liquidative constante, par exemple), ou à la pro-cyclicité de son mode de financement et d'intermédiation. Au niveau des ménages, les risques peuvent provenir d'une offre de produits dont le risque ou les coûts sont mal perçus, comme l'illustrent des offres grand public sur le marché des changes par internet. A ce stade, les marchés en ligne restent de taille marginale mais certains produits présentent des dangers extrêmes au niveau individuel (Forex).

Du point de vue macro-économique, l'enjeu concernant l'épargne des ménages français reste son orientation massive vers des produits peu risqués présentant le danger de limiter le financement de l'innovation ou de la Recherche & Développement, qui constituent les piliers de la croissance à long terme de l'économie.

	Description des risques	Niveau mi-2015	Variation 2015-2014	Perspectives 2016
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	Elevé	↗	→
	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	Elevé	→	→
	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.)	Significatif	↘	→
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 <i>trading</i> à haute fréquence	Significatif	→	→
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress	Significatif	↘	→
	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	Significatif	→	→
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	Significatif	→	→
	8. 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.	Significatif	↘	→
	9. 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.	Significatif	→	→



CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Les tendances observées depuis le début de l'année 2015 confirment l'amélioration de l'environnement économique et financier dans les pays développés, en lien notamment avec le maintien, voire le renforcement de politiques monétaires très accommodantes des perspectives de croissance mieux orientées, bien que fragiles. Cette embellie est reflétée par le relâchement des pressions sur la solvabilité de certains agents économiques en particuliers des États européens, par les progressions des valorisations boursières, ainsi que 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 le niveau faible des taux d'intérêt et la compression des *spreads* de crédit ne contribuent à une mauvaise appréciation des risques et à une déformation des structures de financement et de placement des acteurs économiques, elle-même 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 ;
- le risque que le maintien durable des taux d'intérêt à un faible niveau fragilise certains secteurs, notamment celui des banques, avec une baisse de la marge nette d'intérêt ou celui de l'assurance vie, pour les sociétés ayant offert par le passé des garanties de rendement minimum fixé à des niveaux largement supérieurs au niveau des taux d'intérêt à leur actif ;
- le risque, à l'inverse, qu'une normalisation brutale ou non anticipée de l'environnement de taux d'intérêt en zone euro se traduise par une réévaluation brutale des actifs, notamment obligataires, venant obérer la reprise économique ;
- le risque d'une couverture imparfaite des besoins de financement durant la phase de reprise économique, liée à des formes de financement alternatives au crédit bancaire insuffisamment développées ou mal encadrées, sous l'hypothèse de politiques relativement restrictives menées par les banques en matière d'octroi de crédit ou d'une absence de redémarrage du marché de la titrisation ;
- le risque de délocalisation des cotations et/ou des sièges sociaux des nouvelles entités issues des opérations de fusions et acquisitions transfrontières.

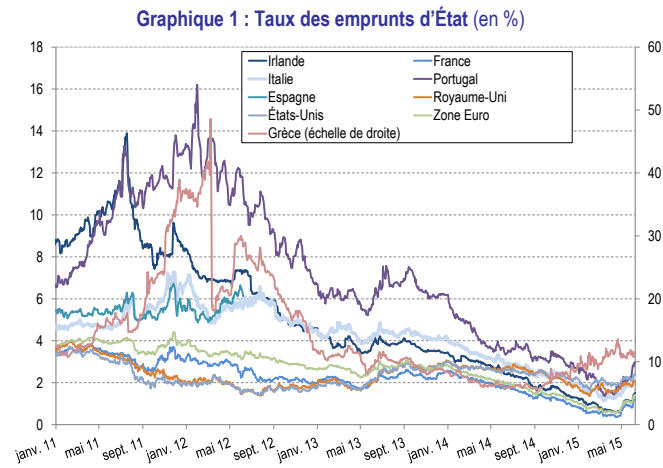
1.1. Des coûts de financement à des niveaux historiquement faibles

Dans un contexte global de croissance économique modérée et d'inflation faible, les principales banques centrales ont, en 2014 et sur les premiers mois de 2015, maintenu, voire renforcé pour certaines d'entre elles, le caractère fondamentalement accommodant de leur politique monétaire, y compris dans les pays où, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, la reprise de l'activité était avérée. Pour sa part, la BCE a porté en septembre 2014 ses taux directeurs à des niveaux historiquement faibles, soit 0,05 % pour son taux des opérations principales de refinancement et donc celui des TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*)⁵, tandis que le taux de la facilité de dépôt passait en territoire négatif à -0,20 %. Cette décision a été suivie, début 2015, du lancement d'un assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing (QE)*) novateur et de grande envergure, comprenant notamment un

⁵ Il s'agit d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme (d'échéance septembre 2018) lancées par la BCE à l'été 2014. Les financements accordés aux banques, au même taux que celui des opérations principales de refinancement, sont fonction des prêts octroyés aux agents privés de la zone euro (hors prêts immobiliers accordés aux ménages).

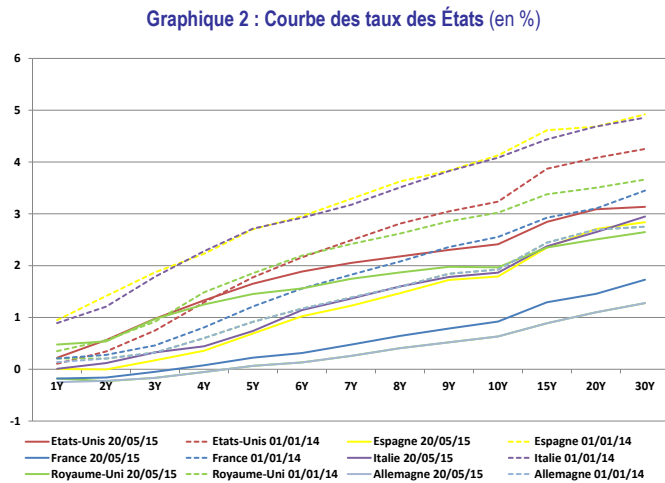
programme de rachats de titres de dettes publiques et privées pour un montant total de 60 milliards d'euros par mois, soit 1 140 milliards d'euros d'ici à septembre 2016.

Conséquence directe du QE mené par la BCE, les taux nominaux sur les emprunts d'État ont convergé en Europe et atteint des niveaux historiquement faibles, à l'exception notable de la Grèce, pénalisée depuis début 2015 par les incertitudes entourant l'issue des négociations avec ses créanciers (Union européenne et FMI) et de la dégradation des perspectives économiques et budgétaires. À la fin mai 2015, le rendement des emprunts d'État grec à 10 ans oscillait ainsi autour de 11 %, contre à peine 2 à 3 % dans les autres pays d'Europe du sud (Italie, Espagne, Portugal).



Sources : AMF, Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 08/06/2015

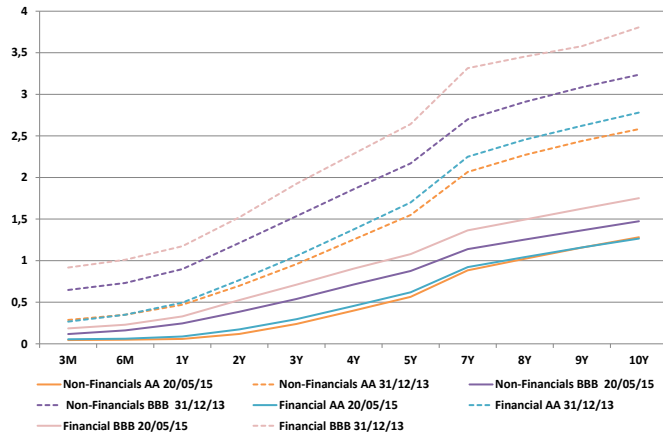
Certains États, dont la dette est jugée la plus sûre, parvenaient même à cette date à se financer à des taux négatifs pour des maturités de 4 voire 5 ans (Allemagne, Finlande, France). Il convient de noter que, aux États-Unis, les rendements des obligations d'État ont également continué à se détendre jusqu'à fin 2014, malgré les anticipations accrues d'un prochain resserrement monétaire, les titres étant rendus particulièrement attractifs aux yeux des investisseurs étrangers (notamment européens) du fait de rendements offerts plus élevés qu'en Europe.



Source : Bloomberg.

De leur côté, les émetteurs obligataires privés européens ont également bénéficié de la baisse des taux, certains titres affichant même des rendements quasi nuls sur des maturités de 1 ou 2 ans (Graphique 3)⁶.

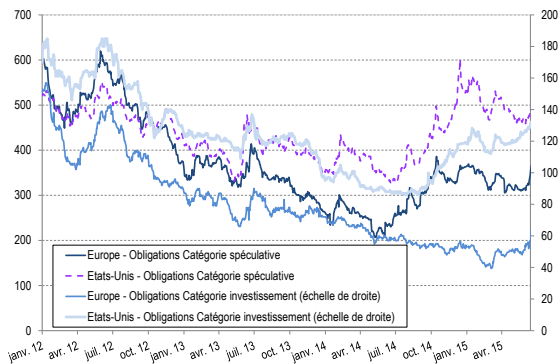
Graphique 3 : Courbe des taux des agents privés par secteur et notation de crédit (en %)



Source : Bloomberg.

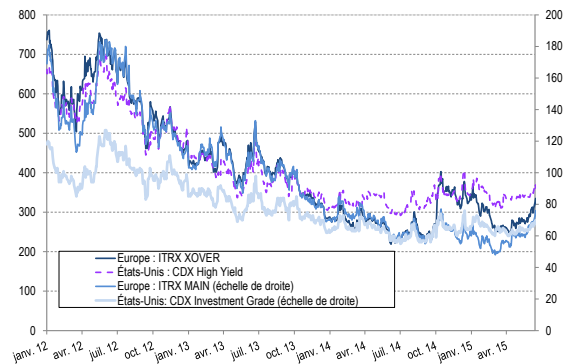
Les conditions de financement des *corporate* ont néanmoins connu une sensible dégradation au second semestre 2014, ce mouvement étant surtout marqué pour les sociétés américaines les plus risquées (*high yield*).

Graphique 4 : Spreads *corporate* selon les catégories de notation (en points de base)



Source : Bloomberg. Dernière observation 15/06/2015

Graphique 5 : Évolution des indices de CDS d'émetteurs privés en Europe et aux États-Unis (en points de base)



Source : Bloomberg. Dernière observation 15/06/2015

Ce mouvement s'explique essentiellement par un effet sectoriel, avec la réévaluation des risques de crédit des sociétés productrices de pétrole non conventionnel aux États-Unis, dont l'endettement avait fortement augmenté au cours des dernières années⁷, et qui se sont trouvées fragilisées par la chute du cours du pétrole à l'été 2014⁸. De fait, l'encours de *distressed bonds*⁹ aux États-Unis, a doublé au cours du second semestre 2014 à

⁶ Certains émetteurs ont ainsi pu émettre début 2015 des obligations à taux négatifs, à l'image de Nestlé.

⁷ Ainsi, le ratio de levier financier (passif total/ capitaux propres) des entreprises du secteur de l'énergie notées CCC ou en deçà a atteint 76 % en décembre 2014, contre 66 % en 2009 (Source Bloomberg).

⁸ Entre la mi-juin 2014 et la mi-janvier 2015, le prix du baril de pétrole brut (Brent) a diminué de plus de 61 %, passant de 115 à 45 dollars le baril, faisant peser une menace sur les producteurs pétroliers pour qui les techniques de production sont les plus coûteuses, notamment les producteurs de pétroles non conventionnels.

⁹ Il s'agit des titres échangés sur Trace sur 5 jours à plus de 10 % au-dessus des rendements des emprunts d'État. Les sociétés du secteur de l'énergie représentaient fin 2014 environ 15 % du marché obligataire *high yield* aux États-Unis, soit environ 210 milliards de dollars sur un encours total de dettes *high yield* de 1 400 milliards de dollars.

300 milliards de dollars. Ce mouvement s'est toutefois interrompu avec la remontée des cours du pétrole au deuxième trimestre 2015 aux alentours de 65 dollars, niveau qui correspond approximativement au seuil de rentabilité de l'activité d'exploitation des pétroles de schiste américains.

Les niveaux très bas des taux d'intérêt et la compression des *spreads* de crédit ont ainsi mécaniquement contribué à relâcher la pression sur la solvabilité de certains agents (notamment les États), avec le risque d'aboutir à une mauvaise estimation du risque de crédit. Conjugés aux politiques de rachats de titres de grande envergure menées par les banques centrales (BCE et Banque du Japon notamment), ils sont également susceptibles de conduire à un assèchement de l'offre sur certains actifs (obligations corporate) et à une réallocation de portefeuilles vers d'autres actifs que les titres obligataires, pas forcément en lien avec les fondamentaux, d'où un risque de bulle. Le maintien durable des taux d'intérêt à un faible niveau peut aussi contribuer à fragiliser certains secteurs, notamment celui des banques, avec une baisse de la marge nette d'intérêt¹⁰, ou celui de l'assurance vie, pour les sociétés ayant offert par le passé des garanties de rendement minimum fixé à des niveaux largement supérieurs au niveau des taux d'intérêt à leur actif.

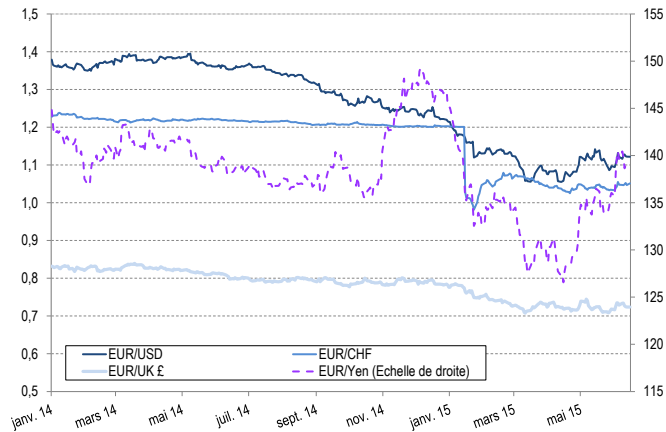
Indépendamment de la conduite des politiques monétaires et du niveau des taux d'intérêt, une déstabilisation du marché du crédit, *via* une dégradation de la solvabilité des emprunteurs, est également possible en cas de choc macroéconomique tel qu'un ralentissement économique marqué dans les pays émergents. L'impact de celui-ci serait d'autant plus élevé dans les pays présentant un déséquilibre de leur balance courante et fortement endettés en dollars (compte tenu de l'appréciation récente de la monnaie américaine et dans la perspective d'une remontée des taux aux États-Unis) ou qui ont bénéficié au cours des dernières années d'un important afflux de capitaux étrangers, par nature volatils. Une nouvelle baisse des prix du pétrole pourrait avoir également un impact sur la solvabilité des agents résidents pour certains pays exportateurs dont les coûts de production sont élevés (Canada, États-Unis) ou qui sont très dépendants de cette ressource (Russie), ainsi que sur les institutions financières non-résidentes ayant des engagements significatifs sur ces marchés.

Enfin, une normalisation brutale ou non anticipée de l'environnement de taux d'intérêt en zone euro, qu'elle vienne des décisions de la BCE ou de la transmission à la zone euro de la politique monétaire américaine, porte le risque d'une réévaluation brutale des actifs, notamment obligataires, avec des dépréciations et potentiellement de fortes réallocations.

L'anticipation puis l'annonce effective du QE en zone euro ont également eu un impact significatif sur les marchés des changes, avec la forte dépréciation de l'euro jusqu'au début du deuxième trimestre 2015 vis-à-vis des principales devises, comme le dollar (du fait des perspectives économiques et monétaires durablement divergentes de part et d'autre de l'Atlantique), mais également du yen et du franc suisse (Graphique 6). Ce dernier a ainsi connu une brutale appréciation à la mi-janvier 2015, à la suite de la décision de la Banque nationale suisse d'abandonner le cours plancher de 1,20 CHF par euro en prévision de l'annonce du QE européen. Cette décision, qui n'était pas anticipée par les marchés, s'est traduite par une correction des marchés boursiers, notamment pour les valeurs exportatrices, ainsi que par un renchérissement de la dette des agents ayant souscrit des emprunts en franc suisse (en Pologne et, dans une moindre mesure, en France).

¹⁰ Voir *infra*.

Graphique 6 : Évolution des taux de change bilatéraux vis-à-vis de l'euro



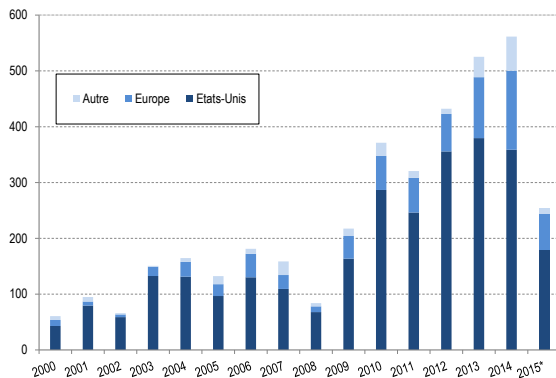
Source : Thomson Reuters Datastream. Dernière observation 15/06/2015

1.2. La diversification des modes d'endettement s'est poursuivie

La recherche de rendement a continué de soutenir les émissions obligataires sur des segments spécifiques

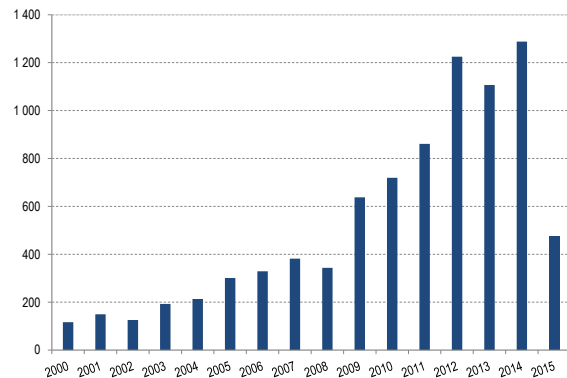
Si la détente des coûts de financement a continué de constituer un important facteur de soutien aux émissions obligataires, qui sont restées dynamiques en 2014 et sur les premiers mois de 2015¹¹, la recherche de rendement a principalement bénéficié aux obligations risquées, à l'exception des États-Unis (Graphique 7), et aux émissions d'obligations dans les pays émergents (Graphique 8).

Graphique 7 : Émissions de titres de dette des sociétés classées en catégorie spéculative (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg. Note *: Données au 31/05/2015

Graphique 8 : Émissions de titres de dette corporative dans les pays émergents (en milliards de dollars)



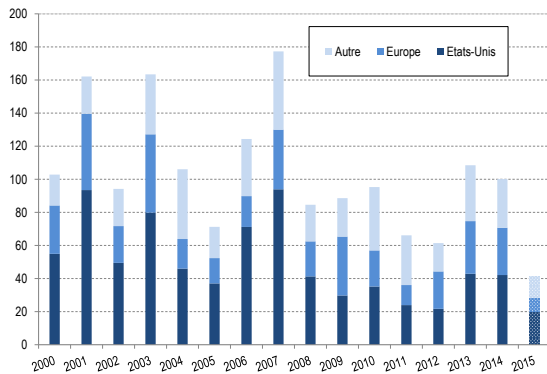
Source : Bloomberg. Note *: Données au 31/05/2015

Le bas niveau des taux d'intérêt a également favorisé les émissions de titres hybrides dans le secteur non financier, où les émissions ont avoisiné 100 milliards de dollars en 2014 au niveau mondial, soit un niveau proche de celui atteint en 2013 (Graphique 9). Dans le secteur financier, les exigences en fonds propres réglementaires ont continué de soutenir les émissions d'obligations contingentes (*Contingent Convertible bonds* ou *CoCos*), qui se sont accélérées en 2014 pour atteindre 75 milliards d'euros au niveau mondial et ont conservé ce rythme sur les premiers mois de 2015. Fait remarquable, l'origine géographique des émetteurs s'est diversifiée au cours de la période sous revue, avec l'arrivée de banques

¹¹ Au niveau mondial, celles-ci ont atteint 4 400 milliards de dollars en 2014 pour les émetteurs privés, soit une hausse de 9 % par rapport à 2013 et sont restées sur cette dynamique sur les premiers mois de 2015.

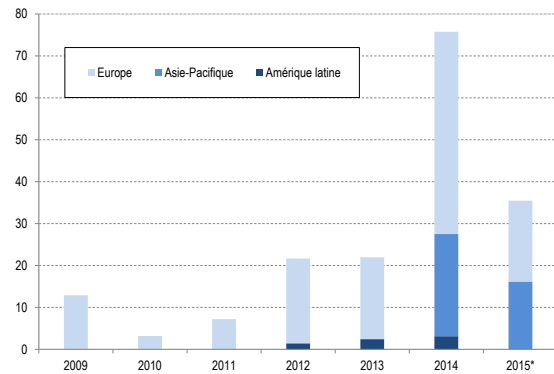
asiatiques, notamment chinoises, celles-ci ayant été à l'origine de 40 % des émissions réalisées sur les 5 premiers mois de 2015 (après 30 % en 2014).

Graphique 9 : Émissions mondiales de titres de dette convertible
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg. Note *: Données au 03/06/2015

Graphique 10 : Émissions mondiales de CoCos
(Contingent convertible capital instruments, en milliards d'euros)



Source : Bloomberg. Note *: Données au 22/05/2015

Au cours des dernières années, les régulateurs européens ont alerté à de nombreuses reprises les investisseurs sur les risques inhérents aux CoCos¹². En particulier, le choix d'un seuil relativement élevé pour le déclenchement peut induire un risque important pour les détenteurs de CoCos, notamment lorsque le mécanisme d'absorption des pertes est fondé sur une réduction du nominal. Dans ce cas précis, en effet, les détenteurs de CoCos peuvent être amenés à subir des pertes bien avant les actionnaires de la banque, (alors que ces derniers doivent en principe être les premiers à absorber les pertes)¹³. Ce risque semble s'être atténué au cours de la période récente, le poids des émissions avec un mécanisme d'absorption des pertes fondé sur le nominal et un seuil de déclenchement élevé ayant eu tendance à diminuer depuis le début de l'année 2014.

Le développement des formes alternatives au financement bancaire s'est poursuivi

D'une manière générale, les grandes entreprises européennes ont continué de réaménager leur dette, d'une part en substituant un endettement de marché à un endettement bancaire et, d'autre part, en procédant à des allongements de maturité. Bien que structurellement plus dépendantes du secteur bancaire, les PME-ETI ne sont pas restées en marge de ce mouvement, par le biais notamment de placements privés. Les opérations primaires sur le marché de l'EuroPP¹⁴ se sont ainsi consolidées, avec un volume d'émission stable à 3 milliards d'euros en 2014. Si les entreprises émettrices ont présenté des profils assez divers en termes de taille ou d'expérience du marché (émetteurs récurrents et primo émetteurs), elles concernent davantage les ETI. À côté du financement obligataire, d'autres types de financement alternatifs au crédit bancaire ont continué de se développer en 2014, à l'image du financement participatif (*crowdfunding*) par le biais de prêts ou d'investissements en actions. Toutefois, ce marché en pleine croissance porte pour l'heure sur des montants relativement faibles (152 millions d'euros

¹² Ce sujet a été évoqué régulièrement par l'AMF depuis 2010 dans sa Cartographie des risques. Voir également ESMA (2014) : Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments. En outre, le régulateur britannique, la FCA, a décidé en août 2014 de suspendre la vente de ces produits aux investisseurs particuliers.

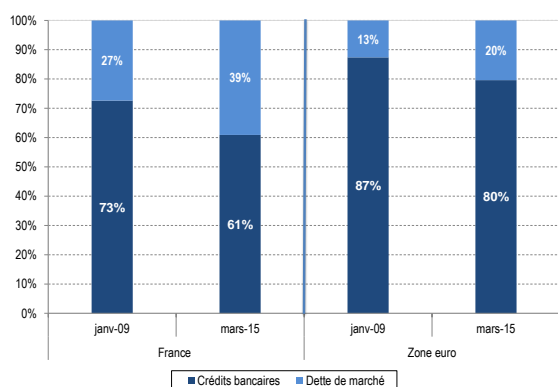
¹³ Cette situation peut être à l'origine de conflits juridico-financiers potentiellement coûteux entre détenteurs de CoCos et actionnaires, ces derniers pouvant ne pas être incités à émettre des titres de capital à l'approche du seuil de déclenchement, préférant laisser dans un premier temps les détenteurs de CoCos absorber les premières pertes (et ainsi les exproprier), au risque de compromettre, à terme, la recapitalisation de la banque et donc sa survie (Demartini, Garrau et Rocamora (2014) : « Les évolutions récentes du marché des Contingent Convertible bonds », Lettre économique et financière 2014-3).

¹⁴ Les *Euro Private Placement* sont des opérations de financement à moyen ou long terme entre une entreprise, cotée ou non, et un nombre restreint d'investisseurs institutionnels.

collectés en 2014 en France, soit un doublement par rapport à 2013, essentiellement sous forme de prêts¹⁵).

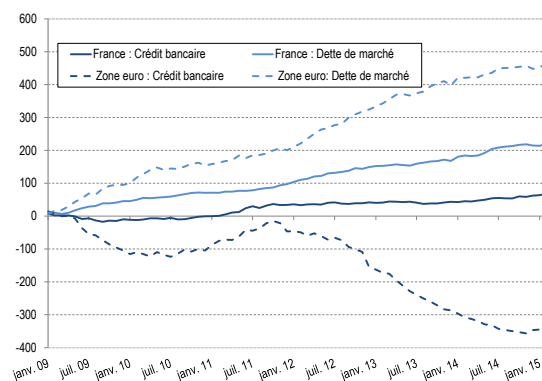
Le mouvement de désintermédiation bancaire observé au cours des années récentes doit être interprété avec précaution, dans la mesure où il s'explique en partie par des facteurs conjoncturels (niveau des taux d'intérêt, affaiblissement de la demande dans un environnement économique morose, désendettement des sociétés). En outre, bien qu'en repli, le crédit bancaire reste le principal mode d'endettement des entreprises en Europe. A cet égard, il convient de souligner la position particulière de la France, où la baisse de l'intermédiation bancaire a été particulièrement marquée et où le poids de l'endettement de marché est relativement important pour les sociétés non financières (Graphique 11). Ce phénomène est d'autant plus notable que, contrairement à la plupart des pays européens, l'endettement bancaire des entreprises s'est accru depuis début 2014 (Graphique 12).

Graphique 11 : Dette de marché vs dette bancaire dans le secteur non financier en France et dans la zone euro (en %)



Sources : BCE, Banque de France, calculs AMF.

Graphique 12 : Flux d'endettement net cumulés dans le secteur non financier en France et dans la zone euro (en milliards d'euros)



Source : BCE, calculs AMF. Note *: Dernière observation 2015

Pour autant, il semble indéniable que certains facteurs plus structurels (mise en œuvre des exigences prudentielles dans le secteur bancaire, objectif de diversification des sources de financement prévu dans le projet d'Union des marchés de capitaux) devraient contribuer à une évolution significative des modes de financement des entreprises. Le développement des formes de financement alternatives au crédit bancaire pourrait contribuer à l'amélioration de l'accès au financement des entreprises, notamment pour les PME, par le biais notamment d'une diversification des sources et une diminution des coûts de financement. Cette évolution se traduira cependant également par un transfert progressif d'une part des risques des banques vers les autres acteurs du marché : épargnants, entreprises, institutions financières non bancaires.

Dès lors, deux risques peuvent être soulignés. Le premier est celui d'une couverture imparfaite des besoins de financement durant la phase de reprise économique, liée à un développement insuffisant des formes de financement alternatives au crédit bancaire et sous l'hypothèse de politiques relativement restrictives menées par les banques en matière d'octroi de crédit. Ce risque semble néanmoins limité, compte tenu des résultats des enquêtes récentes selon lesquels les banques auraient significativement assoupli leurs conditions d'octroi de crédit début 2015 dans la zone euro¹⁶. Le second risque

¹⁵ Source : Association financement participatif France. Sur les 152 millions d'euros collectés en France en 2014, 58 % proviennent des prêts, 25 % des dons et 17 % des prises de participation. À la mi-juin 2015, 54 plateformes de *crowdfunding* agréées par l'AMF ou l'ACPR étaient activées, dont 38 sont autorisées à financer des projets sous forme de prêts.

¹⁶ Source : Enquête BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro d'avril 2015.

réside dans une mauvaise appréciation des risques de crédit par les investisseurs, compte tenu de la compression des *spreads* de crédit et la baisse de l'aversion au risque observée au cours des derniers mois. En tout état de cause, il convient donc pour le régulateur de marché d'accompagner le mouvement de désintermédiation des financements à l'œuvre afin qu'il se déroule de manière équilibrée et dans un cadre sécurisé à la fois pour les émetteurs et les investisseurs. Il importe en particulier de garantir à ces derniers une protection efficace, un accès à des produits d'investissement diversifiés et à un conseil de qualité pour accompagner l'épargne vers les projets de long terme et le financement des entreprises. Il est également nécessaire de faciliter l'accès aux PME-ETI à des marchés de capitaux locaux diversifiés et efficaces et à promouvoir à cette fin notamment le développement d'une recherche et une analyse financière de qualité. Ceci passe notamment par l'amélioration de l'information donnée au public lors d'une émission de titres à travers notamment la révision de la directive Prospectus, en privilégiant les critères de lisibilité, de proportionnalité des exigences réglementaires relativement à la taille des émetteurs, et de simplification, à travers par exemple l'adoption d'un régime allégé pour les émissions secondaires de taille limitée réalisées par les sociétés déjà cotées, et ayant fait leurs preuves en matière de qualité et de régularité de l'information diffusée¹⁷.

**L'émergence de
nouveaux acteurs
non bancaires
dans l'octroi de
prêts à l'économie**

L'affaiblissement du rôle des banques dans leur fonction classique d'originateur de crédit ne signifie pas en soi leur désengagement mais plutôt la transformation de leur rôle dans le financement de l'économie. Les banques devraient ainsi renforcer dans les années à venir leur présence en tant qu'arrangeur/structureur, conseil ou investisseur sur le marché obligataire ou dans le cadre de fonds de prêts, en lien notamment avec d'autres acteurs financiers non bancaires tels que les compagnies d'assurance¹⁸ ou les fonds de gestion¹⁹.

S'agissant de l'octroi de prêt, il apparaît que l'implication des acteurs de la gestion d'actifs s'est récemment développée en Europe. Si, en France, l'octroi de prêts *stricto sensu* par les fonds d'investissement n'est à ce jour pas permis, il est en revanche possible ou devrait prochainement le devenir dans certains autres États membres de l'Union européenne²⁰, avec des exigences réglementaires applicables très variables selon les juridictions concernées. Cette évolution s'est traduite au niveau européen par la création de catégories de fonds pouvant notamment expressément octroyer des prêts : les fonds de capital-risque « EuVECA »²¹, les fonds d'entrepreneuriat social « EuSEF »²², et bientôt les fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF)²³. Les réflexions en cours, notamment dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux, pourraient porter sur la convergence des pratiques nationales en la matière, voire la création d'une catégorie de fonds spécifique pour les véhicules octroyant des prêts. Là encore, cette évolution peut contribuer à répondre au moins partiellement aux besoins de financement de long terme ou à ceux des PME. Il convient cependant que cette activité soit encadrée afin de limiter

¹⁷ Réponse de l'AMF à la consultation de la Commission européenne : réforme de la directive Prospectus, 13 mai 2015.

¹⁸ La réforme du code des assurances d'août 2013 a autorisé les sociétés d'assurance à investir en direct ou au travers des fonds de prêts à l'économie (y compris en faveur de PME cotées ou non) dans la limite de 5 % de leurs actifs. Le décret du 17 décembre 2014 a étendu ces dispositions aux mutuelles et institutions de prévoyance et élargi les sous-jacents éligibles aux investissements dans ces fonds.

¹⁹ Il convient de souligner que l'investissement par les fonds de gestion dans des créances est possible et a par ailleurs été élargi lors de la transposition de la directive AIFM. Le cadre réglementaire dépend toutefois de la catégorie de fonds visés. Le cadre réglementaire de tels investissements dépend toutefois de la catégorie de fonds visés. Par exemple, les fonds d'investissement à vocation générale peuvent investir dans des créances à hauteur de 10 %. Les fonds professionnels spécialisés peuvent, quant à eux, investir dans des créances également, sans être soumis à ce ratio de 10 %. Ils ne peuvent être commercialisés qu'auprès d'investisseurs professionnels.

²⁰ Allemagne, Belgique, Chypre, Croatie, Danemark, Espagne, Estonie, Irlande, Italie (projet de loi), Lettonie, Luxembourg, Malte, République Tchèque.

²¹ Les fonds EuVECA (*Venture Capital funds*) sont régis par le règlement européen 345/2013 du 17 avril 2013.

²² Les fonds EuSEF (*Social Entrepreneurship Funds*) sont régis par le règlement européen 346/2013 du 17 avril 2013.

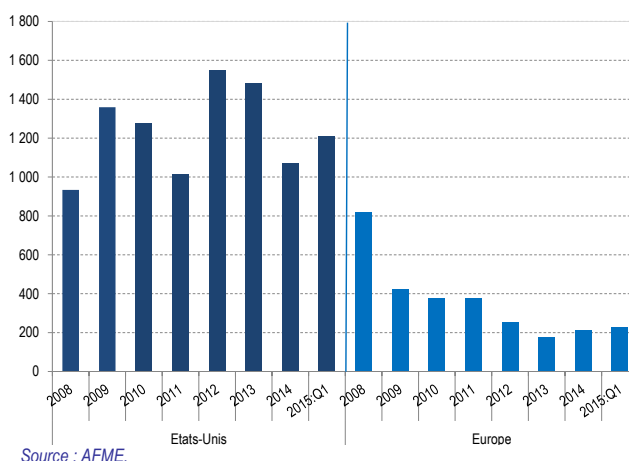
²³ Le 20 avril 2015, le Conseil de l'union européenne a adopté le règlement sur les fonds européens d'investissement à long terme (*European long-term investment funds* - ELTIF).

le risque d'arbitrage réglementaire vis-à-vis des activités bancaires qui sont soumises à des obligations prudentielles pour leur activité d'intermédiation de crédit. Se pose également la question de l'expertise des gérants -l'octroi de crédit est une activité spécifique-, de la gestion du recouvrement et plus généralement de la gestion des risques, comme le risque de crédit ou de liquidité. Les actifs concernés étant généralement et par nature des actifs longs et illiquides, il apparaît ainsi par exemple souhaitable que les fonds d'investissement octroyant les prêts soient des fonds fermés.

1.3. Le marché de la titrisation européenne demeure atone

En 2014, l'activité de titrisation s'est raffermie aux États-Unis, notamment sur les segments des titres adossés à des créances commerciales (ABS) et sur celui des CDO (*Collateralized Debt Obligation*), cette évolution doit être reliée à une amélioration de l'environnement conjoncturel outre-Atlantique. En revanche, elle est restée morose en Europe, à l'exception des émissions de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), légèrement mieux orientées (Graphique 13).

Graphique 13 : Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis
(données annualisées, en milliards d'euros)



Source : AFME.

Plusieurs facteurs pourraient néanmoins contribuer à un inversement de tendance sur le Vieux Continent. Outre les effets d'un redémarrage de l'économie au sein de la zone euro et de la mise en œuvre depuis septembre 2014 par la BCE d'un programme de rachat d'ABS européens (ABSPP- *asset-backed securities purchase programme*), le marché de la titrisation pourrait bénéficier à court terme de l'assouplissement des contraintes imposées par les réglementations prudentielles jusque-là pénalisantes par rapport à d'autres actifs²⁴. A moyen terme, les réflexions menées au niveau international (Comité de Bâle et Organisation internationale des commissions de valeurs -OICV) et européen, dans le cadre de l'UMC, visent à restaurer la confiance des investisseurs par la promotion d'une titrisation simple, transparente et standardisée (STS). Elles devraient également contribuer à la relance de ce marché. Ainsi, dans un rapport mis en consultation fin 2014, le groupe de travail sous l'égide du Comité de Bâle et de l'OICV a proposé 14 critères, portant sur les

²⁴ Voir Cartographie des risques (2014) pp 25-26. La publication fin 2014 des actes délégués de Solvabilité 2 et l'exigence de couverture des besoins de liquidité (LCR) participent à la réduction de cette asymétrie réglementaire pour les actifs titrisés de bonne qualité. Sur ce sujet, voir également les propositions de l'Autorité bancaire européenne (« *EBA Discussion Paper on simple standard and transparent securitisations* », octobre 2014).

actifs sous-jacents, le véhicule de titrisation et la responsabilité des acteurs, qui pourraient servir de base à l'élaboration d'un cadre européen de la titrisation²⁵.

La consultation lancée par la Commission européenne en février 2015 a donné l'occasion à l'AMF de formuler ses priorités sur ce sujet²⁶, à savoir en premier lieu, la mise en place d'une certification pour la titrisation STS par un acteur indépendant et agréé par une autorité publique nationale compétente, qui serait chargé de garantir une gouvernance saine du véhicule de titrisation. Dans ce cas précis, la vérification de la rétention de l'intérêt économique pourrait revenir à la charge de l'acteur agréé responsable de la gouvernance du véhicule de titrisation ou de l'autorité qui certifie le statut STS²⁷. Préalable nécessaire à l'établissement d'un passeport européen, les critères d'éligibilité au statut de titrisation STS devraient être définis de manière harmonisée et par ailleurs être dissociés du risque de crédit des actifs sous-jacents, l'idée étant de ne pas concevoir la labélisation de manière trop restrictive afin de ne pas brider la relance du marché de la titrisation et donc le financement de l'économie²⁸. D'une manière plus générale, la définition d'une titrisation STS pourrait s'inscrire dans le cadre d'une réglementation unique au niveau européen, afin de réduire la fragmentation des réglementations géographiques et sectorielles actuelles et de garantir une compétition équitable entre les différents acteurs des États membres.

1.4. Des marchés d'actions particulièrement bien orientés

La recherche de rendement a conduit les investisseurs à privilégier les actions cotées

L'amélioration des perspectives économiques et le caractère accommodant des politiques monétaires ont conduit les indices boursiers à de nouveaux plus hauts historiques dans les pays développés, la recherche de rendement et la diminution de l'aversion au risque conduisant les investisseurs à se reporter sur les marchés d'actions. Ce mouvement doit être surveillé compte tenu du risque réel de mauvaise évaluation des actifs qui pourrait advenir en l'absence de correction boursière, en cas de redémarrage difficile de l'activité en zone euro ou de poursuite du ralentissement économique dans les pays émergents (risque de désynchronisation entre cycles financier et économique).

Dans la zone euro, les valeurs boursières sont apparues particulièrement bien orientées depuis le début de l'année 2015 avec l'annonce du QE fin janvier. La dépréciation de la monnaie européenne constitue par ailleurs un facteur de soutien pour les sociétés cotées en euros mais dont les profits sont exprimés en dollars.

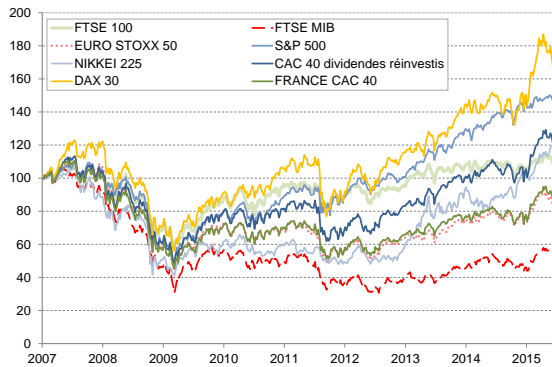
²⁵ Basel Committee on Banking Supervision et International Organization of Securities Commissions (2014) : « *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations, document de consultation* ».

²⁶ « Réponse de l'AMF à la consultation de la Commission européenne : livre vert - Construire une Union des marchés de capitaux », 15/05/2015.

²⁷ Le règlement européen n°575/2013 (CRR) requiert qu'une rétention d'un intérêt économique de 5 % soit faite par l'une des parties de l'opération de titrisation, afin d'éviter que ne se reproduisent les excès induits par le développement non maîtrisé du modèle *originate-to-distribute* et qui avaient abouti à l'éclatement de la crise du *subprime*. Actuellement, les investisseurs d'un véhicule de titrisation ont la responsabilité, avant d'investir, de vérifier que la rétention a bien été faite mais, dans la pratique, cette vérification s'avère particulièrement difficile pour l'investisseur qui s'en remet aux déclarations de l'entité assurant la rétention. La position de l'AMF se distingue de celle prise par d'autres autorités de régulation telle que l'EBA qui, dans un document publié fin 2014, prône qu'il soit de la responsabilité des investisseurs de vérifier, à partir d'une information rendue publique par les acteurs, que cette règle est bien respectée (« *EBA report on securitisation risk retention, due diligence and disclosure* », 22/12/2014).

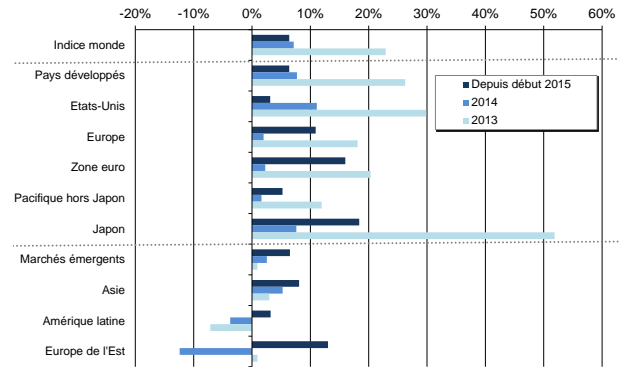
²⁸ L'objectif de la certification STS doit être, en effet, qu'un maximum de véhicules de titrisation soient désormais structurés selon des critères STS pour relancer une titrisation saine. Ainsi, l'AMF s'est clairement prononcée contre le fait de réserver la titrisation STS aux seules opérations ayant des sous-jacents bénéficiant de la plus haute notation de crédit. Une titrisation STS doit au contraire pouvoir inclure des actifs plus ou moins risqués à condition que la structure du véhicule de titrisation soit robuste et que les créances titrisées aient été octroyées dans des conditions saines.

Graphique 14 : Évolution des indices actions dans les pays développés (base 100 au 1er janvier 2007)



Source : Thomson Reuters Datastream. Dernière observation : 15/06/2015

Graphique 15 : Évolution des principaux indices actions selon les zones géographiques (indices MSCI au 03/06/2015, en %)



Source : Thomson Reuters Datastream, calculs AMF.

Au-delà des performances boursières largement positives, les actionnaires ont également continué de bénéficier en 2014 de politiques de distribution généreuses. Selon *Henderson Global Investors*, les dividendes versés aux actionnaires auraient ainsi progressé de 10,5 % en 2014 à 1 167 milliards de dollars. Aux États-Unis, les dividendes versés par les sociétés du S&P 500 se sont élevés à 375 milliards de dollars en 2014, soit une hausse de 15 % par rapport à 2013 (source Factset). En France, ils se sont accrus de 25 % à 46 milliards d'euros²⁹. Parallèlement, les sociétés cotées ont également continué d'effectuer d'importants rachats d'actions. Ces derniers auraient ainsi atteint pour l'indice S&P 500 565 milliards de dollars, en hausse de 18 % par rapport à 2013 selon Factset. En France, les montants bruts des rachats d'actions effectués par les entreprises du CAC 40 ont avoisiné 20 milliards d'euros, soit une hausse d'environ 25 % par rapport à 2013 (source AMF).

Des levées de capitaux record, en lien avec le dynamisme des introductions en bourse

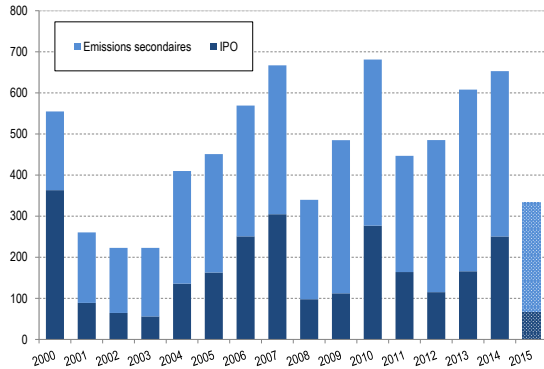
La bonne orientation des marchés d'actions a constitué un facteur de soutien aux émissions d'actions. Sur l'ensemble de l'année 2014, les capitaux levés au niveau mondial ont progressé de 7 %, à près de 650 milliards de dollars, cette tendance reflétant avant tout le dynamisme des opérations d'introductions en bourse (+ 50 % sur un an à 250 milliards de dollars) et ce, quelle que soit la zone géographique considérée. Comme en 2014, les fonds de capital investissement ont poursuivi leurs cessions d'actifs sur les marchés, qui auraient représenté selon Ernst&Young près de la moitié des capitaux levés au cours de l'année³⁰. En Europe, les volumes des opérations ont atteint 50 milliards d'euros en 2014, soit un doublement par rapport à l'année précédente, dont 40 % sur la place de Londres. Pour autant, l'année 2014 s'est caractérisée par un certain rééquilibrage entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale, notamment sur Euronext. À Paris, les montants de capitaux levés lors des introductions en bourse ont triplé sur l'année, passant de 1,4 milliard d'euros en 2013 à 4,3 milliards d'euros en 2014, malgré un net ralentissement au second semestre³¹.

²⁹ Dont 6,5 milliards d'euros liés à la distribution d'actions Hermès par LVMH.

³⁰ *EY Global IPO Trends, 2014 Q4*.

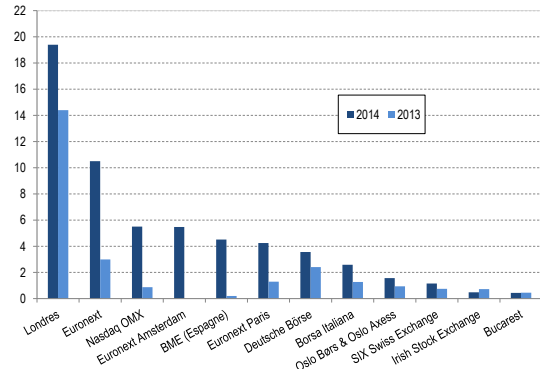
³¹ Sur les 5 premiers mois de 2015, les montants levés sur Euronext-Paris ont avoisiné 1 milliard d'euros (source : Euronext).

Graphique 16 : Levées de capitaux sur les marchés d'actions dans le monde (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg. Note *: Données au 03/06/2015

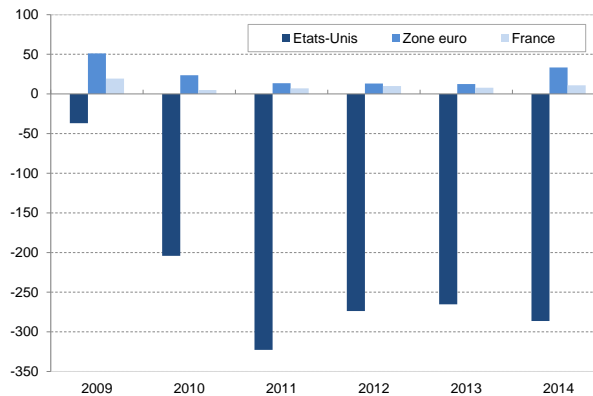
Graphique 17 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe en 2014 selon la place de cotation (en milliards d'euros)



Source : PwC IPO Watch Europe 2014

Le dynamisme des levées de fonds sur les marchés d'actions doit toutefois être relativisé compte tenu de la croissance des rachats d'actions, de sorte que le poids des marchés d'actions dans le financement net des entreprises reste faible au sein de la zone euro et très largement déficitaire aux États-Unis.

Graphique 18 : Émissions nettes d'actions (en milliards d'euros)



Sources : Réserve Fédérale, Banque centrale européenne, Banque de France

L'activité sur le marché des fusions et acquisitions à son plus haut niveau depuis 2007

L'activité sur le marché des fusions et acquisitions est restée très dynamique en 2014 et sur les premiers mois de 2015, retrouvant les plus hauts niveaux depuis l'éclatement de la crise financière : le volume des opérations annoncées aurait ainsi dépassé 900 milliards de dollars sur le seul premier trimestre 2015 (+ 24 % sur un an, après 3 600 milliards de dollars en 2014, selon Dealogic). Comme en 2013, l'activité est apparue particulièrement soutenue aux États-Unis. En France, le volume des opérations de fusions et acquisitions aurait doublé en 2014, pour avoisiner 250 milliards de dollars (source : Thomson Reuters).

Tableau 1 : Palmarès des fusions et acquisitions
(annoncées entre le 01/01/2014-31/05/2015, achevées ou toujours en cours au 31/05/2014)

Date annonce	Statut du deal	Cible (Pays)	Valeur (milliards de dollars)	Acquéreur (Pays)
08/04/2015	En cours	BG Group PLC (RU)	73,3	Royal Dutch Shell PLC (Pays-Bas)
17/11/2014	Achevé	Allergan Inc (États-Unis)	52,2	Actavis plc (États-Unis)
25/03/2015	En cours	Kraft Foods Group Inc (États-Unis)	50,5	HJ Heinz Co (États-Unis)
18/05/2014	En cours	DIRECTV (États-Unis)	48,2	AT&T Inc (États-Unis)
10/08/2014	Achevé	Kinder Morgan Energy Partners LP (États-Unis)	36,4	Kinder Morgan Inc (États-Unis)
15/06/2014	Achevé	Covidien PLC (États-Unis)	34,1	Medtronic PLC (États-Unis)
08/04/2015	En cours	Perrigo (États-Unis)	32,2	Mylan (États-Unis)
17/11/2014	En cours	Baker Hughes Inc (États-Unis)	30,2	Halliburton Co (États-Unis)
07/04/2014	En cours	Lafarge SA (France)	27,6	Holcim Ltd (Suisse)
17/07/2014	En cours	Lorillard Inc (États-Unis)	19,5	Reynolds American Inc (États-Unis)

Source : Bloomberg.

Autre fait notable, un mouvement de consolidation semble s'être amorcé dans le secteur pétrolier en réponse à la baisse des prix du pétrole, comme l'illustre l'annonce du rachat de BG Group par Royal Dutch pour un montant de 73 milliards de dollars. Outre l'augmentation de la taille moyenne des opérations, les tendances récentes confirment par ailleurs le dynamisme des opérations transfrontières, en hausse de 54 % sur un an au niveau mondial au premier trimestre 2015 à 315 milliards de dollars. Conséquence de la dépréciation de l'euro depuis le second semestre 2014, les entreprises de la zone euro sont devenues des cibles privilégiées, ce qui accroît le risque de délocalisation des cotations et/ou des sièges sociaux des nouvelles entités issues des opérations³². De manière plus générale, les opérations ayant pour cible une entreprise européenne ont doublé en volume sur un an au premier trimestre 2015 à 110 milliards d'euros.

1.5. La situation du système bancaire

La réglementation macroprudentielle et la résilience des banques européennes

L'année 2014 a marqué l'entrée en vigueur de l'Union bancaire. Cette dernière, dont l'initiative a été lancée en 2012, repose sur 3 piliers : un mécanisme de supervision unique (MSU) qui donne à la BCE le rôle de superviseur prudentiel, un mécanisme de résolution unique (MRU) qui formalise la prévention et la gestion des crises bancaires et un système de garantie des dépôts harmonisé. En amont de la mise en place de l'Union bancaire, une évaluation complète des bilans consolidés des principales banques de la zone euro³³ (dont 13 banques françaises³⁴) avait été menée en 2014 par la BCE. Cette évaluation comprenait notamment un test de résistance (*stress test*) initié et coordonné par l'Autorité bancaire européenne (EBA). Il s'agit d'un exercice prudentiel permettant de tester la résilience des banques face à des scénarios macroéconomiques à risque prédéfinis.

L'EBA a conçu la méthodologie du test, qui repose sur deux scénarios : un scénario de référence mis au point par la Commission européenne et un scénario stressé (ou scénario défavorable) élaboré par le Comité européen du risque systémique (CERS) en coopération avec les autorités compétentes nationales, l'EBA et la BCE. Pour construire le scénario stressé, il était nécessaire d'évaluer les principaux risques pesant sur la stabilité financière.

³² Ce risque devrait par exemple se matérialiser dans le cas de la fusion Lafarge/Holcim, déjà évoqué dans la Cartographie 2014, ainsi que dans celui du rachat d'Alcatel Lucent par Nokia, annoncée au printemps 2015.

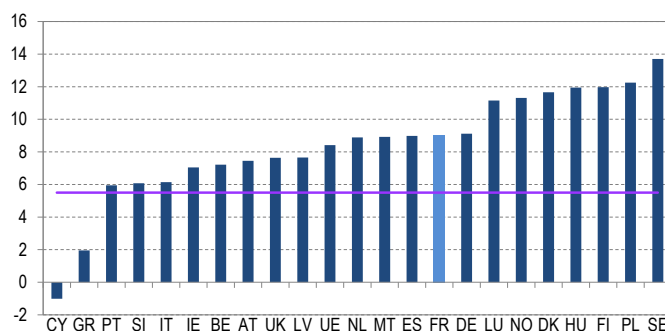
³³ L'évaluation portait sur les données comptables arrêtées au 31 décembre 2013 de 130 banques européennes, dont les actifs représentaient 81,6 % des actifs bancaires de la zone euro.

³⁴ BNP Paribas, Société générale, Groupe Crédit Agricole, BPCE, Groupe Crédit Mutuel, La Banque postale, Banque publique d'investissement, RCI banque, Banque PSA finance, Société de financement local, Caisse de refinancement local, Banque Centrale de Compensation (LCH Clearnet) et HSBC France.

Quatre principaux risques ont été retenus : (i) un risque provenant des pays émergents, (ii) un risque de dégradation de la qualité de crédit de certains pays, (iii) un risque provenant de l'insuffisance des réformes et qui entrave le rétablissement des finances publiques et (iv) un risque d'assainissement insuffisant des bilans bancaires. Les scénarios défavorables peuvent diverger entre les pays, selon leurs vulnérabilités. Ainsi le scénario défavorable pour la France prévoit une croissance moindre, se traduisant au bout de trois ans par un PIB dont le niveau est inférieur de 6,3 % à celui du scénario de référence, une baisse des prix de l'immobilier de 25 % et un choc à la hausse sur les taux souverains français de 140 points de base (pb). La cible retenue pour les fonds propres bancaires est un ratio minimum de fonds propres de catégorie 1 (CET1 *Common Equity Tier 1*) égal à 8 % dans le scénario de référence et à 5,5 % dans le scénario stressé.

Les résultats globaux montrent une certaine hétérogénéité entre les pays. Ainsi, dans le cadre du scénario stressé à l'horizon 2016, les banques grecques et chypriotes présentent des ratios CET1 bien inférieurs aux exigences et le Portugal, la Slovaquie et l'Italie montrent des signes de faiblesse (Graphique 19).

Graphique 19 : Ratio CET 1 moyen par pays après réalisation du scénario stressé (en %)



Source : EBA.

L'évaluation des bilans bancaires montre une bonne résistance des banques françaises face aux chocs

Les *stress tests* montrent une bonne résistance des banques françaises face au scénario défavorable puisqu'elles maintiennent tout de même un ratio CET1 de 9 % (moyenne pondérée des ratios des banques françaises), ce qui place la France au même rang que l'Espagne ou l'Allemagne et au-dessus de la moyenne européenne (8,4 %).

Sur les 13 établissements français évalués, 12 présentent des ratios CET1 suffisants en cas de matérialisation du scénario stressé (Tableau 2). La seule institution française déficitaire est la Caisse de refinancement de l'habitat (CRH) mais, en tenant compte de l'augmentation en capital effectuée au cours de l'année 2014, la CRH respecte les seuils.

Tableau 2 : Ratio CET1 des banques françaises (en %)

	2013	2016 scénario stressé	2016 scénario de référence
Banque PSA Finance	14,1	12,8	14,2
BPI France (Banque Publique d'Investissement)	30,4	30,7	32,9
C.R.H. - Caisse de Refinancement de l'Habitat	5,7	5,5	5,7
Groupe Crédit Mutuel	13,8	12,9	15,7
La Banque Postale	10,0	9,2	10,7
RCI Banque	11,7	9,1	12,1
Société de Financement Local	23,3	13,2	25,8
BNP Paribas	10,5	8,1	10,5
Groupe Crédit Agricole	10,8	8,8	11,9
Groupe BPCE	10,0	7,0	10,1
Société Générale	10,7	8,1	10,6
Banque Centrale de Compensation (LCH Clearnet)	60,5	39,1	60,1
HSBC France	12,9	6,6	12,6
Total des banques françaises (moyenne pondérée)	11,3	9,0	11,5

Source : EBA.

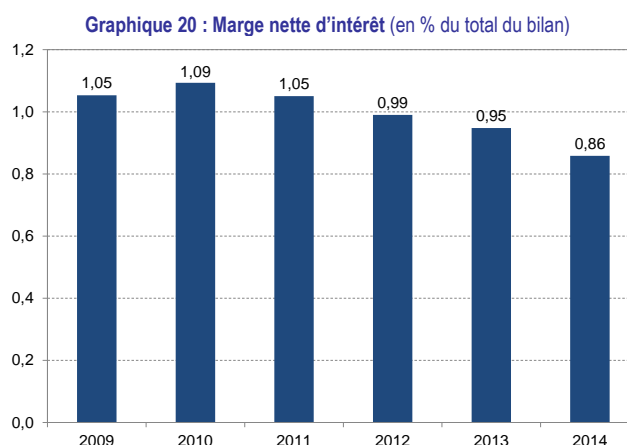
Ainsi, le ratio CET1 des banques françaises, sur le périmètre couvert par la BCE, continuera de croître légèrement pour atteindre 11,8 % en 2016, sous l'hypothèse de matérialisation du scénario de référence. En cas de réalisation du scénario stressé, le ratio CET1 des banques françaises tomberait à 9 %, mais demeurerait au-dessus des exigences européennes.

L'écart entre le ratio CET1 du secteur bancaire français en 2013 et en 2016 sous l'hypothèse de réalisation du scénario stressé peut s'expliquer par deux effets : une baisse du numérateur et une hausse du dénominateur. D'un côté le numérateur diminue en raison des pertes liées au risque de crédit et des pertes sur le portefeuille de négociation. En parallèle, le dénominateur croît à la suite de la hausse des actifs pondérés aux risques (qui peut s'expliquer par une dégradation des paramètres de risques réglementaires et par un abaissement des notations).

La rentabilité des banques dans un contexte peu favorable

Lors de l'année 2014, les banques ont dû composer avec un certain nombre de contraintes réglementaires et conjoncturelles. En Europe, les nouvelles réglementations prudentielles issues de Bâle III se sont traduites par l'application au 1^{er} janvier 2014 de la directive sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Directive (CRD IV)*) et du règlement sur les exigences de fonds propres (*Capital Requirements Regulation (CRR)*). La directive CRD IV introduit, pour le volet macroprudentiel, un certain nombre de coussins de fonds propres tels que le coussin contra cyclique ou le coussin pour risque systémique. Le règlement CRR fixe, entre autres, les exigences minimales de fonds propres (devant couvrir les risques de crédit, de marché et opérationnels) et définit des exigences de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio (LCR)*) à compter de 2015 et un ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio (NSFR)*). Au-delà du bénéfice de la réglementation qui renforce la résilience du secteur bancaire, les banques pourraient être contraintes sur leur cœur de métier, la transformation d'échéances et l'octroi de crédits à long terme, car cela pourrait être coûteux en fonds propres. Ces nouvelles contraintes posent principalement deux questions : qui financera le long terme ? Et comment les banques adaptent-elles leur modèle à ces nouvelles règles prudentielles ?

D'autre part, les banques exercent actuellement leur activité dans un environnement de taux bas. La baisse des taux directeurs de la BCE à des niveaux négatifs puis la mise en place du *Quantitative Easing (QE)* ont plongé la zone euro dans un univers de taux bas inédit. L'aplatissement de la courbe des taux observé depuis fin 2013 exerce des pressions à la baisse sur la marge d'intérêt (Graphique 20) et donc la rentabilité des banques. De par leurs activités de transformation (duration de l'actif supérieure à celle du passif), la marge nette d'intérêt des banques est positivement corrélée au *spread* entre taux longs et taux courts. Ainsi, la diminution des taux longs incite les clients à renégocier leurs crédits ou à changer de banque pour bénéficier d'un taux plus avantageux sur leurs emprunts. En parallèle, la rémunération des dépôts ne peut pas complètement s'ajuster à la baisse observée des taux courts. Les banques doivent donc garantir une rémunération attractive de l'épargne, tout en concédant des crédits à long terme à des taux compétitifs. Enfin, la conjoncture macroéconomique actuelle constitue un frein à l'activité des banques. La faible croissance de l'activité pèse sur la demande de crédit des ménages et des entreprises.



Sources : Comptes consolidés des 4 groupes, AMF.

Un résultat net des banques sous pression, diminué par les charges exceptionnelles

Dans ce contexte, le résultat net agrégé des banques françaises³⁵ ressort à 9,6 milliards d'euros, en baisse de 30 % par rapport à l'exercice précédent (Tableau 3). Cependant, ce retrait est à relativiser, en raison des charges exceptionnelles pesant sur la rentabilité des banques. Une fois déduits l'amende de BNP Paribas dans le cadre du litige sur les transactions en dollars (6 milliards d'euros³⁶), la dépréciation de la participation du groupe Crédit Agricole dans Banco Espírito Santo (708 millions d'euros) et l'écart d'acquisition de Société Générale dans Rosbank (525 millions d'euros), le résultat net agrégé s'élève à 16,9 milliards d'euros, soit une augmentation de plus de 15 % par rapport à l'exercice précédent.

Tableau 3 : Soldes intermédiaires de gestion
(en milliards d'euros)

	2014	2013	Évolution
Produit net bancaire	101,8	98,2	3,7
Frais de gestion	70,0	68,6	1,9
Résultat brut d'exploitation	31,9	29,6	7,7
Coût du risque	10,7	12,6	-15,7
Résultat d'exploitation	21,2	17,0	25,1
Autres produits (+) et charges (-)	-5,2	1,9	-376,8
<i>Dont éléments exceptionnels</i>	7,2	0,8	806,4
Résultat avant impôt	16,0	18,8	-14,9
Impôts	6,4	5,2	23,1
Résultat net	9,6	13,7	-29,7
Résultat net hors charges exceptionnelles	16,9	14,5	16,3

Sources : Comptes consolidés des 4 groupes, AMF.

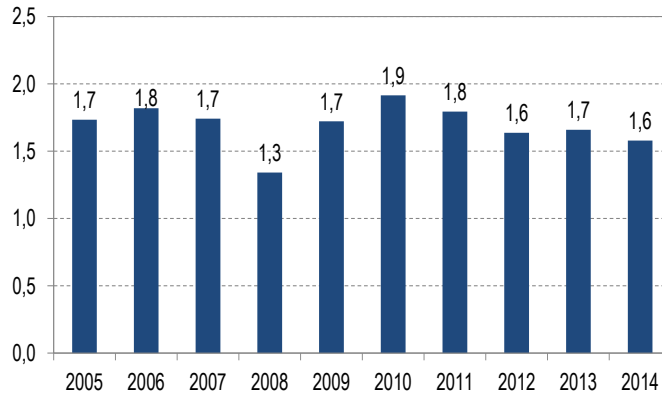
Cette hausse du résultat net hors éléments exceptionnels est tout d'abord possible grâce à la hausse des revenus. Le produit net bancaire (PNB)³⁷ affiche une progression en valeur de 3,7 % comparativement à l'exercice précédent. Toutefois rapporté au total du bilan, le PNB diminue après le léger rebond observé en 2013, le total du bilan ayant crû de 9,4 % entre 2013 et 2014.

³⁵ Sauf mention contraire, l'analyse porte sur les 4 groupes français les plus importants : BNP Paribas, Société Générale, Bpce et Crédit Agricole SA.

³⁶ L'accord entre BNP Paribas et les autorités américaines prévoit un règlement de 8,97 milliards de dollars, soit 6,55 milliards d'euros. Compte tenu des provisions déjà comptabilisées, les coûts relatifs au règlement global du litige s'élève à 6 milliards d'euros pour l'année 2014.

³⁷ Le produit net bancaire est la différence entre les produits et les charges d'exploitation bancaires. Plus précisément, le produit net bancaire résulte de la somme des marges nettes d'intérêt, des commissions nettes, des gains nets sur les instruments financiers et des produits nets sur les autres activités.

Graphique 21 : Produit net bancaire agrégé de 3 banques françaises³⁸
(en % du total du bilan)



Sources : Comptes consolidés des 3 groupes, AMF.

Ainsi, sur l'exercice 2014, le PNB représente 1,6 % du total du bilan, son niveau le plus bas depuis 2008 (Graphique 21). Cette diminution relative du PNB s'explique en partie par la baisse des marges nettes d'intérêt (Graphique 20) et des commissions (Graphique 22).

La contraction des marges nettes d'intérêt s'explique aisément par l'aplatissement de la courbe des taux, comme vu précédemment. Cet effet pourrait s'accroître si le régime des taux d'intérêt actuel devait se prolonger à long terme. De surcroît, les commissions perçues tendent à diminuer, pénalisant d'autant plus le PNB. Comparé aux grandes banques européennes³⁹, le secteur bancaire français tire moins de revenus de son activité d'intermédiation alors que les commissions représentent une part plus élevée de son revenu.

La diminution des marges d'intérêt et des commissions nettes rapportées au total du bilan est en partie compensée par la progression des gains sur les actifs financiers. Les gains nets sur les actifs financiers représentaient 0,36 % du total de l'actif pour l'exercice 2014, contre 0,32 % en 2013. Les revenus tirés des autres activités des banques, l'immobilier par exemple, deviennent marginaux et s'élevaient en moyenne à 0,02 % du total de l'actif en 2014, contre 0,05 % en 2013.

La hausse, en valeur, du PNB permet de compenser l'augmentation des frais de gestion. En effet, malgré les nombreux programmes de réduction des coûts mis en place par les banques, les frais de gestion ont augmenté de 1,9 % entre 2013 et 2014 (Tableau 3).

Diminution importante du coût du risque pour le secteur bancaire français

Le résultat net profite donc de la hausse (en valeur) du PNB, mais surtout de la baisse importante du coût du risque⁴⁰ (Graphique 23). Le coût du risque s'élève à 10,7 milliards d'euros en 2014 pour les 4 banques françaises analysées, contre 12,6 milliards en 2013, soit un recul de 15,7 %. Rapporté au total du bilan, le coût du risque atteint son plus bas niveau depuis 2008 (Graphique 23), grâce à un recul prononcé des dotations nettes pour dépréciations⁴¹.

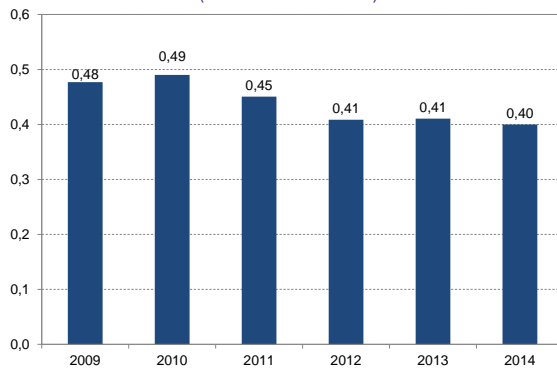
³⁸ Comme BPCE n'a vu le jour qu'en 2009, l'analyse pour la période précédant l'année 2009 se fait sur les données agrégées des 3 autres groupes français : BNP Paribas, Société Générale et Crédit Agricole SA.

³⁹ Données issues des indicateurs clés du risque (Key Risk Indicators) publiées par l'EBA dans son tableau des risques.

⁴⁰ Le coût du risque est la différence entre les dotations et les reprises de provisions sur risques bancaires (notamment le risque de crédit et le risque de marché).

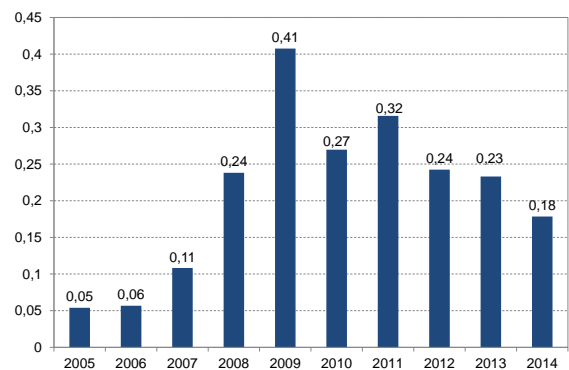
⁴¹ Le coût du risque a fortement diminué entre 2013 et 2014 grâce aux diminutions des provisions pour risques d'impayés. En effet, pour préparer l'AQR d'octobre 2014, les banques françaises avaient beaucoup provisionné, les résultats satisfaisants des stress tests pour les banques françaises ont incité ces dernières à récupérer une partie des provisions.

Graphique 22 : Commissions nettes
(en % du total du bilan)



Sources : Comptes consolidés des 4 groupes, AMF

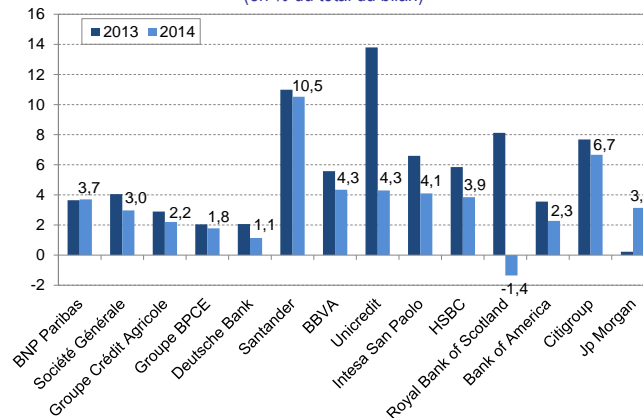
Graphique 23 : Coût du risque agrégé de 3 banques françaises⁴²
(en % du total du bilan)



Sources : Comptes consolidés des 3 groupes, AMF.

L'analyse plus détaillée du coût du risque montre des situations diverses selon les banques (Graphique 24). Ainsi, BNP Paribas est la seule banque française à présenter un coût du risque en légère hausse, en raison de l'augmentation des créances irrécouvrables (686 millions d'euros). Le résultat des autres banques françaises est en ligne avec ceux des banques étrangères qui montrent une baisse généralisée du coût du risque (hormis JP Morgan). Ainsi, la légère hausse du PNB en valeur et le net recul du coût du risque permettent aux banques françaises de dégager un résultat net hors éléments exceptionnels en hausse de 15 % par rapport à l'exercice précédent, malgré la hausse significative des impôts (+ 23 %).

Graphique 24 : Coût du risque de grandes banques internationales
(en % du total du bilan)



Sources : Bloomberg, comptes consolidés des 4 groupes français.

Les contraintes réglementaires et l'environnement macroéconomique peu favorable incitent les banques à recentrer leur activité

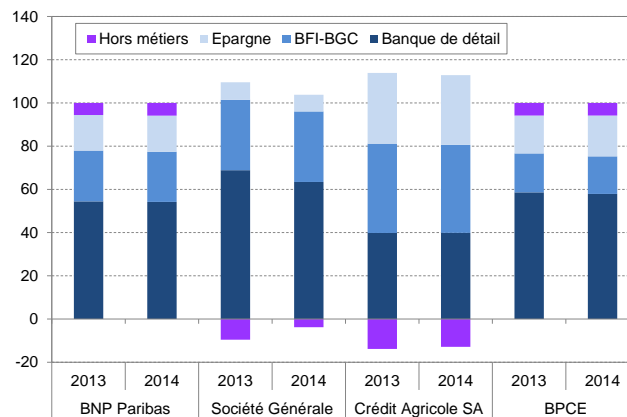
Les exigences réglementaires ont poussé les banques à modifier la répartition de leurs activités, avec une diminution drastique des instruments financiers détenus à des fins de transaction et une hausse des dépôts auprès de la banque centrale. En parallèle, les banques ont vu les dépôts de leur clientèle de détail s'accroître, ainsi que leurs créances.

⁴² Comme BPCE n'a vu le jour qu'en 2009, l'analyse pour la période précédant l'année 2009 se fait sur les données agrégées des 3 autres groupes français : BNP Paribas, Société Générale et Crédit Agricole SA.

Les revenus de la banque de détail sont sous pression, ceux de la gestion d'actifs ou de la BFI progressent

Ces ajustements permettaient alors aux banques de diminuer la somme de leurs actifs pondérés par les risques et de préparer l'introduction des ratios de liquidité. D'autre part, les principales banques françaises ont adopté de vastes plans d'économies, se matérialisant par des externalisations, des mutualisations, ainsi que des diminutions de personnel. Ainsi, les banques recentraient davantage leur activité sur la banque de détail et moins sur les activités de marché. Cette tendance semble moins prononcée pour l'année 2014. En effet, l'environnement de taux d'intérêt historiquement bas et la faible croissance ont mis sous pression les revenus issus de la banque de détail en réduisant la demande de crédit et les marges d'intérêt (le PNB de la banque de détail a diminué de 0,05 % entre 2013 et 2014). Les banques ont donc cherché différentes sources de revenus, en particulier du côté de la gestion d'actifs, de l'assurance et de la banque de financement et d'investissement (BFI) (Graphique 25).

Graphique 25 : Produit net bancaire par activité⁴³ (en %)



(*) Le secteur « épargne » comprend les métiers de la gestion d'actifs et de l'assurance
Sources : Comptes consolidés des 4 groupes, AMF.

Ainsi, les revenus issus des BFI et des métiers de l'assurance et de la gestion d'actifs progressent respectivement de 1,3 % et 3,5 % entre 2013 et 2014. Cette tendance s'accroît au premier trimestre 2015 puisque le PNB des 4 principaux groupes français augmente de 9,1 % comparé au premier trimestre 2014 (malgré la première contribution des banques au fonds unique de résolution⁴⁴), dynamisé par les BFI et des niveaux de collecte record pour la gestion d'actifs.

La situation des banques apparaît donc solide, les résultats hors éléments exceptionnels ressortent en hausse et les *stress tests* ont démontré la résilience du secteur bancaire face aux chocs malgré les contraintes réglementaires et conjoncturelles. Cependant, certains risques et incertitudes continuent de peser sur ce secteur :

- ▶ tout d'abord, l'environnement de taux bas, s'il devait se prolonger, pourrait mettre à mal la marge d'intérêt des banques et donc leur rentabilité à long terme. La concurrence incite les banques à offrir des taux de crédit compétitifs tout en maintenant une rémunération attractive des dépôts, ce qui devrait comprimer les revenus issus de l'activité de transformation. La normalisation future des taux pourrait également être source de pressions sur les performances des banques si la hausse des taux ne peut pas se répercuter rapidement sur les crédits accordés ;

⁴³ Les grands groupes bancaires publient dans leurs comptes consolidés les résultats financiers par ligne de métier, cependant les informations fournies se révèlent très hétérogènes selon les banques. Pour permettre une présentation homogène, certains retraitements ont été effectués, les chiffres présentés peuvent donc différer de ceux publiés par les banques.

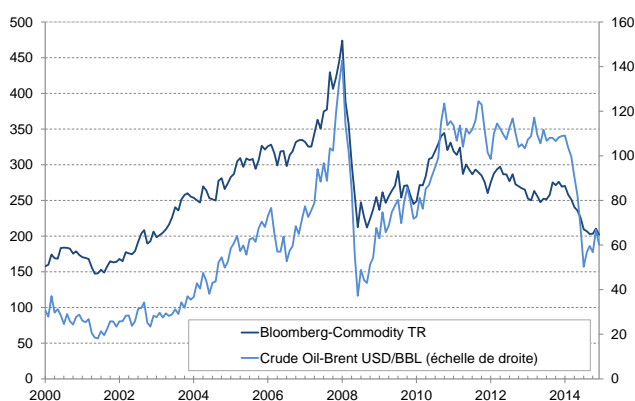
⁴⁴ Dans le cadre de l'Union bancaire, un fonds de résolution unique alimenté par les banques a été créé au titre du mécanisme unique de résolution (MRU). Ce fonds sera constitué progressivement jusqu'à atteindre 0,8 % des dépôts couverts en Europe (soit 55 milliards d'euros), afin que le coût des faillites bancaires ne soit plus supporté par le contribuable.

- les exigences réglementaires pesant sur les banques modifient leurs structures et leurs incitations. Le secteur bancaire pourrait être moins enclin, à l'avenir, à financer le long terme car cela pourrait être coûteux en fonds propres ; le recours au financement de marché devrait donc continuer de croître mais il demeurerait plus accessible aux grandes entreprises qu'aux PME qui restent très dépendantes du financement bancaire. De plus, le développement des financements desintermédiés pourrait contribuer à l'essor de la finance parallèle, avec des secteurs peu ou pas régulés, sources de risques ;
- les tensions politiques dans certaines régions pourraient avoir un impact sur les performances des banques, comme ce fut déjà le cas en 2014 (la banque russe Rosbank a été source de pertes pour sa maison mère, la Société Générale).

1.6. Matières premières : l'impact de la baisse des prix du pétrole sur les marchés financiers

Sur les marchés des matières premières, l'année 2014 s'est caractérisée par la poursuite du déclin des prix des produits physiques, avec notamment une chute des prix du pétrole au second semestre, qui sont passés de 115 à 45 dollars le baril entre la mi-juin 2014 et la mi-janvier 2015, avant de remonter en juin 2015 aux alentours de 60 dollars. Il s'agit de la plus forte chute depuis celle qui, en 2008, avait accompagné la crise financière (Graphique 26). Elle coïncide avec une inflexion de la demande, due notamment au ralentissement économique en Chine et aux changements importants dans les conditions d'offre améliorant la capacité mondiale de production notamment *via* l'exploitation de schistes argileux. En particulier, la production de gaz et de pétrole brut aux États-Unis a fortement augmenté depuis 2008, dépassant celle de la Russie ou l'Arabie saoudite. Afin d'exercer une pression à la baisse sur les cours, l'Arabie saoudite a décidé, lors de la réunion de l'OPEP de novembre 2014, de ne pas réduire les quotas de production conduisant le prix du baril de Brent à plonger davantage et ce, afin de réduire la rentabilité de la production des pétroles non conventionnels (aux États-Unis, au Canada ou en Arctique).

Graphique 26 : Cours du baril de pétrole brut (Brent) et indice Bloomberg Commodity



Source : Thomson Reuters Datastream. Dernière observation : 15/06/2015

La baisse des prix du pétrole au second semestre 2014 a exercé au sein des pays des effets différenciés selon qu'ils sont consommateurs ou producteurs et s'ils taxent ou subventionnent ce produit. Pour les pays importateurs, l'effet sur la croissance (*via* une baisse des prix à la consommation et des prix à la production) est favorable mais limité⁴⁵. À

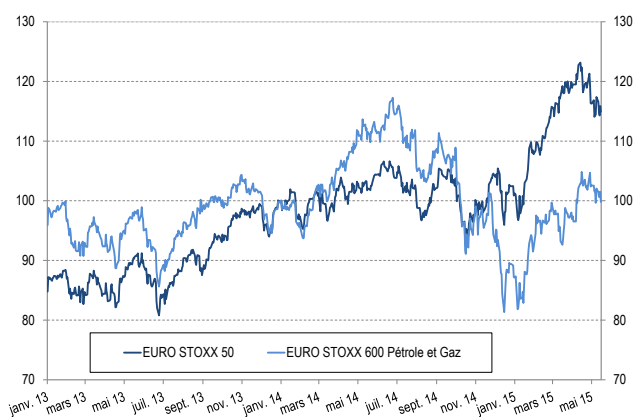
⁴⁵ La BCE estime ainsi que le PIB de la zone euro augmente de 0,2 % en deux ans, après une baisse de 10 % du baril.

l'inverse, les pays producteurs ont été pénalisés, notamment ceux pour qui les techniques de production sont les plus coûteuses (producteurs de gaz de schiste aux États-Unis et au Canada), ou dont les recettes budgétaires dépendent fortement de ces exportations (Russie, Venezuela). Pour ces derniers, le risque induit réside dans des sorties massives de capitaux, une dépréciation de la monnaie nationale, engendrant un risque d'inflation importée pouvant conduire la banque centrale à remonter ses taux d'intérêt, avec comme conséquence potentielle une nouvelle dégradation des perspectives économiques et donc de la solvabilité de ces États⁴⁶.

L'effet de la baisse du cours du pétrole sur les marchés boursiers transite également par plusieurs canaux :

- l'impact sur la valorisation des sociétés cotées, variable selon le secteur d'activité : les compagnies pétrolières et parapétrolières ont été naturellement les plus pénalisées, avec une baisse des bénéfices attendus, qui se traduit par des coupes dans leurs projets d'investissement et une forte baisse des rendements de leurs actions (Graphique 27). Ce mouvement a commencé à se traduire par un début de concentration dans le secteur, avec le rachat des entreprises les plus fragiles⁴⁷. À l'inverse, les secteurs énergivores (chimie de base, transport aérien) apparaissent comme les grands bénéficiaires de la baisse des prix du pétrole, dans la mesure où cette dernière contribue à la baisse de leurs coûts de production ;
- une réappréciation des risques sur les marchés obligataires, notamment sur le segment du *high yield* (HY), en particulier les sociétés productrices de pétrole non conventionnel, dont l'endettement a augmenté au cours des dernières années ;

Graphique 27 : Évolution Eurostoxx50 / Eurostoxx Oil&Gaz
(Base 100 = 01/01/2014)



Source : Thomson Reuters Datastream. Dernière observation : 15/06/2015

- une augmentation des défauts sur les prêts accordés à ces mêmes sociétés. Il apparaît que cet effet serait particulièrement important pour des banques régionales américaines de taille moyenne, moins diversifiées d'un point de vue sectoriel en termes d'octroi de crédit. En outre, toujours aux États-Unis, le marché du crédit apparaît particulièrement concentré sur le segment des prêts dans le secteur de l'énergie comportant un effet de levier⁴⁸ ;

⁴⁶ La Banque centrale Russe a augmenté, fin 2014 son taux directeur de 650 points de base, de 10,5 % à 17 %, soit la plus forte hausse depuis 1998. Suite à la dégradation des perspectives de croissance de la Russie et de l'affaiblissement de ses marges de manœuvre en matière de politique monétaire, Standard & Poor's a abaissé la note de la dette souveraine russe en catégorie « spéculative » le 26 janvier 2015.

⁴⁷ Voir *supra*.

⁴⁸ Wells Fargo, Bank of America, Citigroup et JPMorgan représentent près de la moitié des prêts accordés en 2014 (Source Bloomberg).

- d'un point de vue plus géographique, les banques implantées dans les pays exportateurs de pétrole en difficulté sont également plus vulnérables. S'agissant plus particulièrement de la Russie, les créances bancaires des banques étrangères s'élevaient à 152 milliards de dollars à fin septembre 2014, en baisse de 15 % par rapport au trimestre précédent. Fait notable, les banques françaises apparaissent particulièrement exposées, avec un encours de créances d'environ 45 milliards de dollars, dont la moitié par l'intermédiaire de leurs filiales locales (Source : BRI).
- S'agissant des expositions des banques aux dérivés de matières premières, le risque apparaît plus limité, compte tenu de la taille du marché, qui ne représente que 0,3 % de l'encours notionnel sur dérivés OTC (Source : BRI).

Encadré 1 : Vers une régulation harmonisée des marchés de dérivés financiers de matières premières en Europe

Depuis les turbulences observées sur les marchés de matières premières à partir de 2007, le recours à des outils de couverture sur les marchés de dérivés de matières premières s'est fortement accru. Pour leur part, les entités financières ont pris une place plus importante sur ces marchés avant de s'en retirer progressivement. Ces événements ont amené les régulateurs financiers à repenser la régulation de ces marchés spécifiques dans l'univers financier.

En 2014, l'action des régulateurs européens s'est concentrée sur les mesures de niveau 2 des directives sur les Marchés d'instruments financiers⁴⁹ (MIF II) et Abus de marché⁵⁰ (MAD) et de leurs règlements associés. En particulier la directive MIF II, en plus d'étendre à l'ensemble des dérivés le régime de transparence (*pre* et *post*-négociation) ainsi que l'obligation de négociation sur une plateforme organisée, prévoit un régime supplémentaire spécifique aux matières premières. Ce dernier introduit des dispositifs de déclaration, de publication et de limites de positions que le bénéficiaire final de la position peut détenir sur les marchés de dérivés sur matières premières, y compris en gré à gré⁵¹ (OTC). Ces nouveaux outils de régulation concerneront l'ensemble des dérivés sur matières premières, quel que soit le sous-jacent ou le type de livraison (physique ou en numéraire). Une exemption est toutefois prévue pour les contrats à livraison physique portant sur des produits énergétiques de gros (gaz et électricité) couverts par la régulation sectorielle REMIT⁵². Cette exemption pourrait conduire à une restructuration importante de ces marchés avec une aspiration de la liquidité par l'OTC.

Par ailleurs, la révision de la directive MAD et du règlement MAR a substantiellement étendu le champ des compétences des régulateurs européens pour la supervision des marchés de matières premières. La principale avancée concerne l'extension de la notion d'abus de marché aux comportements qui impliquent à la fois les marchés de dérivés sur matières premières et leur marché physique sous-jacent, afin d'empêcher les participants de marché de prendre une position dominante et permettre ainsi d'assurer le bon fonctionnement des processus de livraison du sous-jacent⁵³.

En parallèle, l'OICV a entamé un travail d'analyse de l'impact des activités de stockage et de livraison des marchandises physiques sous-jacentes de dérivés financiers, sur la formation du prix dans ces marchés. Un questionnaire à l'intention de l'ensemble des participants de marché a ainsi été publié à l'été 2014 afin de mieux comprendre le lien entre ce type d'activité et la formation du prix⁵⁴. Les résultats de ce travail pourraient conduire, courant 2016, à la formulation par l'OICV de recommandation pour la régulation de ces activités de stockage et de livraison de matières premières sous-jacent de dérivés financiers.

⁴⁹ Directive n° 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et son règlement n° 648/2012, du 15 mai 2014.

⁵⁰ Directive n° 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché et règlement n° 596/2014, du 16 avril 2014.

⁵¹ À condition que le contrat négocié en OTC soit économiquement équivalent à un contrat listé sur une plateforme (au regard notamment, du prix, de la quantité, et de la date et du lieu livraison).

⁵² Règlement n° 1227/2011 concernant l'intégrité et la transparence du marché de gros de l'énergie, du 25 octobre 2011.

⁵³ En France, des dispositions comparables ont d'ores et déjà été introduites pour les marchés de matières premières agricoles, par la loi de régulation et de séparation des activités bancaires. Des limites de positions sont ainsi applicables, depuis le 1^{er} juillet 2015, aux dérivés sur matières premières agricoles échangés sur Euronext.

⁵⁴ Les récentes perturbations dans les processus de livraison du LME ont mis en évidence l'impact fort de ces activités de stockage sur la formation du prix des dérivés financiers.

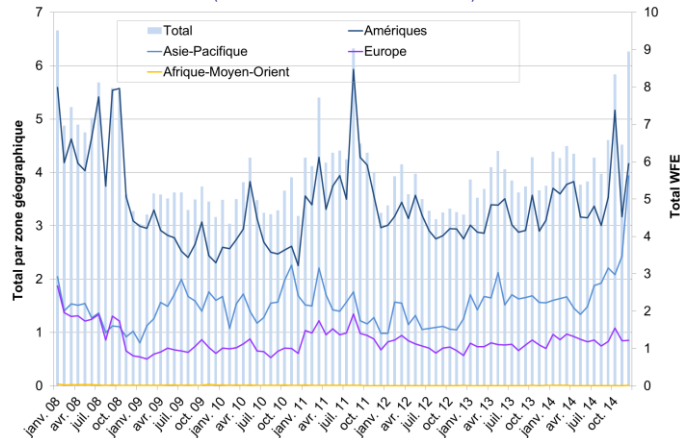
CHAPITRE 2 : L'ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION

2.1. Les marchés actions : organisation, transparence, fragmentation et liquidité

2.1.1. Des volumes en hausse sur les marchés régulés

En 2014, les volumes échangés dans les carnets d'ordres électroniques des membres de la World Federation of Exchanges⁵⁵ (WFE) ont augmenté de 17 % par rapport à 2013 (Graphique 28).

Graphique 28 : Volumes traités dans les carnets d'ordres électroniques de bourses
(en milliers de milliards de dollars)



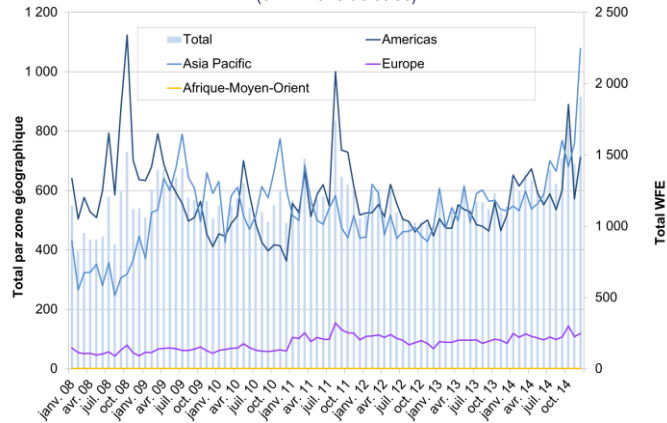
Sources : AMF, World Federation of Exchanges.

Des volumes en hausse sur les marchés les plus transparents

Ce mouvement global se retrouve sur les marchés européens dont les volumes moyens d'échange dans les carnets d'ordres électroniques sont passés de 770 milliards de dollars à 895 milliards de dollars, soit une augmentation de 16 %. L'évolution des volumes (définis ici comme le produit du nombre de titres échangés et de leur valeur de marché), s'explique en partie par la hausse des valorisations. Cependant, le nombre des titres échangés sur les bourses américaines et européennes a augmenté en 2014, respectivement de 15 % et 9 %, contrastant avec les baisses observées en 2012 et 2013 (Graphique 29).

⁵⁵ La World Federation of Exchanges regroupe 64 marchés régulés dotés de carnets d'ordres électroniques. Les données sur les actions portent sur 62 marchés.

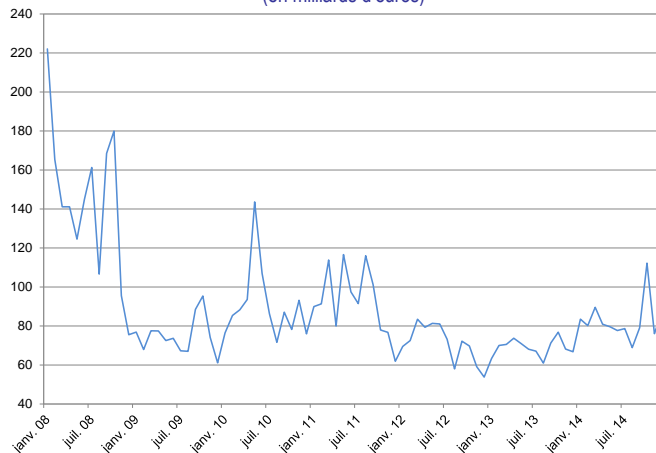
Graphique 29 : Nombre de titres échangés dans les carnets d'ordres électroniques de bourses
(en millions de titres)



Sources : AMF, World Federation of Exchanges.

Les volumes déclarés par Euronext Paris augmentent également, de 20 %, passant de 827 milliards d'euros à 994 milliards d'euros (Graphique 30). Cette hausse des volumes intervient dans un contexte de plus forte volatilité au second semestre 2014. Les épisodes de volatilité accrue ont ainsi suscité des volumes d'échanges importants.

Graphique 30 : Volumes actions échangés sur Euronext Paris
(en milliards d'euros)

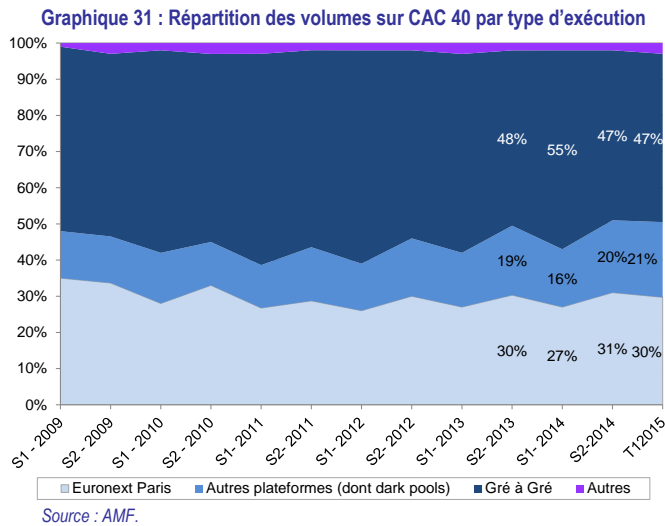


Sources : AMF, Euronext.

Les volumes passant par les marchés « historiques » des membres de la WFE n'offrent qu'une image partielle de l'évolution de l'activité. Toutefois, ces marchés restent un point de référence pour la formation des prix en raison de leur degré élevé de transparence pré-négociation (même si certains systèmes multilatéraux proposent des conditions de transparence équivalentes à celles des marchés réglementés en Europe), de la diversité des intervenants de marché présents, et de l'organisation d'échanges au *fixing*, en particulier à la fermeture. De plus, les marchés qui concentrent les plus gros volumes tendent mécaniquement à faire référence en termes de prix et de conditions de liquidité. Ce rôle est reconnu réglementairement. Les volumes des marchés sur lesquels un titre est admis à la négociation d'un titre déterminent l'autorité en charge de sa supervision dans la réglementation européenne. Sous le régime de la seconde directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF II) qui entrera en vigueur en janvier 2017, le marché qui fait référence pour déterminer la liquidité d'un titre et calibrer les exemptions à la transparence pré-négociation est celui sur lequel les volumes les plus importants sont négociés (Encadré 2).

Sur périmètre français, une stabilisation des volumes échangés de gré à gré

La prise en compte des échanges sur plateformes et de gré à gré permet d’appréhender l’évolution de l’activité de façon plus exhaustive. Sur les valeurs du CAC 40, 778 milliards d’euros ont été échangés sur Euronext en 2014, 494 milliards d’euros sur d’autres plateformes (essentiellement des systèmes multilatéraux de négociation -SMN-) et 1 363 milliards d’euros en gré à gré. La part du gré à gré s’établit à 51 % sur l’ensemble de l’année (Graphique 31), en baisse sensible par rapport à 2012 (54 %) et en légère baisse par rapport à 2013 (52 %).



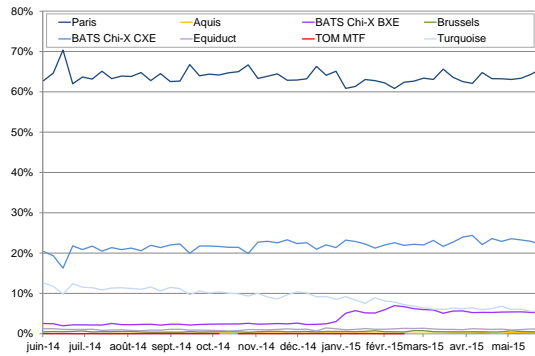
2.1.2. Une stabilisation de la fragmentation des marchés actions sur les principaux marchés européens

L’entrée en vigueur de la directive MIF I en 2007 a entraîné le développement de plateformes d’échange sur actions offrant des alternatives aux opérateurs historiques, dont les parts de marché ont subséquemment fortement baissé. La fragmentation du paysage de la négociation en Europe comporte deux dimensions : d’une part, la fragmentation entre types d’exécution inégalement transparents (voir section 2.1.3) et, d’autre part la fragmentation entre plateformes concurrentes remplissant des conditions de transparence pré-négociation (marchés régulés et SMN). On parle alors de fragmentation *lit*, c’est-à-dire entre plateformes transparentes en pré-négociation.

La fragmentation *lit* a considérablement augmenté en Europe entre 2008 et 2012. Les parts de marché d’Euronext Paris sur le CAC 40, du LSE sur le FTSE 100 et de Deutsche Börse sur le DAX ont ainsi reculé de quasiment 100 % en janvier 2008 à respectivement 60 %, 50 % et 65 % en janvier 2014⁵⁶, au profit des plateformes plus récentes (SMN) apparues depuis 2008. Depuis lors, les parts de marché des opérateurs sur les volumes *lit* de leurs indices de références sont globalement stables sur les marchés français, allemand et britannique, ce qui est encore le cas de juin 2014 à mai 2015 (Graphique 32 à Graphique 34). La part de marché d’Euronext est en légère augmentation, et celles de Deutsche Börse et du London Stock Exchange en légère baisse, mais sans commune mesure avec la dynamique de redistribution des volumes intervenue entre 2008 et 2012.

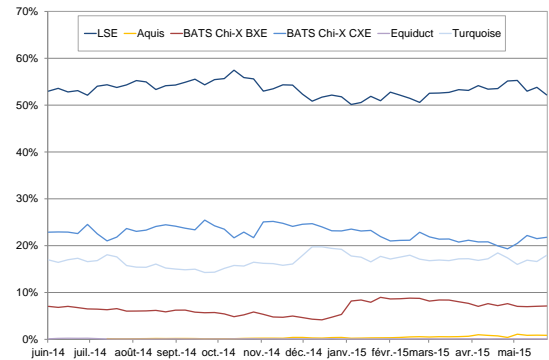
⁵⁶ Données : Thomson Reuters Equity Market Share Reporter. Ce service a été mis en veille par le fournisseur fin 2014.

Graphique 32 : CAC 40 : répartition des parts de marché sur les volumes *Lit* (en %)



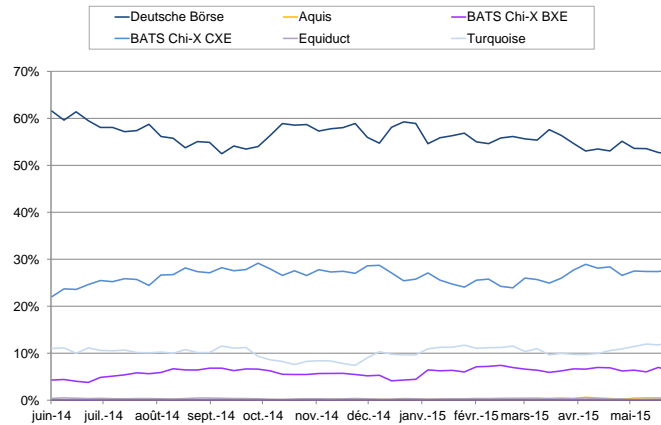
Sources : AMF, Fidessa. Dernière observation 31/05/2015.

Graphique 33 : FTSE 100 : répartition des parts de marché sur les volumes *Lit* (en %)



Sources : AMF, Fidessa. Dernière observation 31/05/2015.

Graphique 34 : DAX : répartition des parts de marché sur les volumes *Lit* (en %)

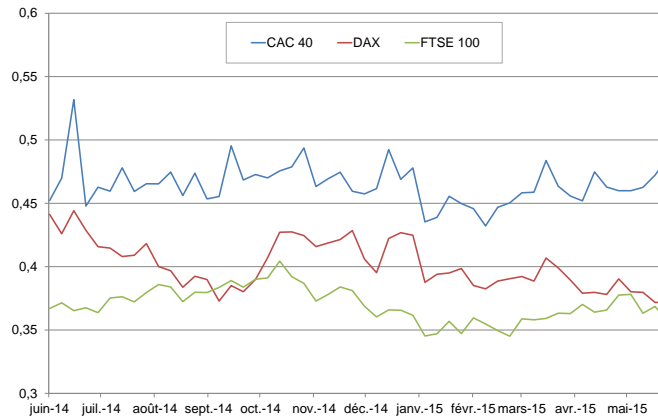


Sources : AMF, Fidessa. Dernière observation 31/05/2015.

Note de lecture : les plateformes dont la part est inférieure à 1 % en mai 2015 ont été exclus.

Les indicateurs de concentration des parts de marché du type indice d'Herfindahl évoluent de façon cohérente sur ces trois marchés, avec une reconcentration d'ampleur modeste sur l'indice français et a contrario une faible augmentation de la dispersion sur les indices allemand et britannique (Graphique 35). La dynamique concurrentielle entre plateformes *lit* enclenchée par MIF I apparaît stabilisée en ce sens. L'évolution des obligations de transparence et les limites imposées à la négociation non transparente sous MIF II pourraient entraîner des ajustements importants à la répartition des parts de marché entre plateformes *lit*.

Graphique 35 : Indice d'Herfindahl sur CAC 40, DAX et FTSE 100



Sources : AMF, Fidessa.

Note de lecture : l'indice est calculé comme la somme des parts de marché au carré. Une augmentation indique une plus grande concentration.

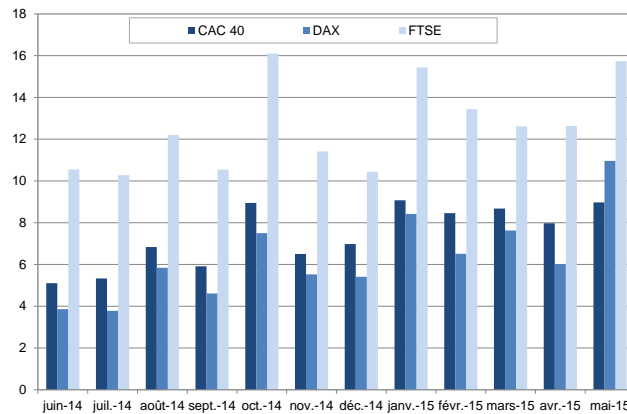
La multiplication des plateformes présente en principe une série d'avantages pour le fonctionnement des marchés en incitant les acteurs historiques à baisser leurs tarifs, en offrant aux investisseurs une diversité de solutions d'exécution ou encore en mettant en concurrence les fournisseurs de liquidité. Cependant, elle est également porteuse de risques :

- risques de disparités d'accès aux meilleures conditions d'exécution : le fait que la liquidité soit éclatée entre plusieurs plateformes peut générer des disparités entre acteurs qui, d'une part, ne traitent que sur une ou quelques plateformes, et d'autre part, qui agissent sur la base des prix proposés par l'ensemble des plateformes. Dans les marchés actuels, les *traders* haute fréquence se chargent de ce rôle de reconsolidation du marché. La concurrence entre plateformes et entre fournisseurs de liquidité ne garantit toutefois pas que les investisseurs finaux aient continûment accès aux meilleurs prix disponibles sur l'ensemble du marché. En ce sens, un degré de transparence post-négociation élevé, permettant aux clients d'apprécier la compétitivité des prix auxquels ils peuvent traiter au regard de l'ensemble des prix disponibles sur le marché, apparaît complémentaire d'une plus grande concurrence entre lieux de négociation ;
- risque de dégradation de la liquidité sur les marchés de référence : si l'on distingue la liquidité *globale* (correspondant aux volumes traités, aux fourchettes de cotation et à la profondeur du carnet d'ordres agrégé) et la liquidité *locale* (évaluée pour le carnet d'ordres d'une plateforme prise isolément), la fragmentation peut augmenter la liquidité globale mais diminuer la liquidité *locale* disponible sur le marché principal, potentiellement au détriment des investisseurs qui n'envoient des ordres que sur ce marché. La fragmentation peut contribuer à augmenter la différence de liquidité entre *blue chips* et titres initialement moins liquides, notamment en raison d'une activité de consolidation de la liquidité inter-plateformes de la part des *traders* haute fréquence moins intense sur les valeurs moyennes ;
- risque de contagion et de perturbation du fonctionnement de marché : il est plus complexe de mettre en œuvre des dispositifs efficaces de gestion de la volatilité (de type coupe-circuit ou *circuit breakers*) dans un environnement fragmenté, dans la mesure où doit également être résolue la question de la coordination entre plateformes concernant le déclenchement de ces dispositifs et la reprise des cotations.

2.1.3. Opacité des marchés actions : les volumes sur plateformes non transparentes continuent d’augmenter

Au-delà de la fragmentation entre plateformes, les années passées ont vu une forte croissance des volumes échangés en application d’exemptions aux règles de transparence pré-négociation sous MIF I. On parle alors d’échanges opaques ou de *dark trading*. Il faut noter qu’une même plateforme peut offrir simultanément une solution d’exécution transparente et une solution d’exécution non transparente. Depuis 2008, les volumes échangés selon ces modalités en Europe ont augmenté de façon rapide continue. Le suivi des volumes entre juin 2014 et mai 2015 sur les trois indices européens du CAC 40, du FTSE 100 et du DAX indique que cette tendance se poursuit à des rythmes inférieurs (Graphique 36).

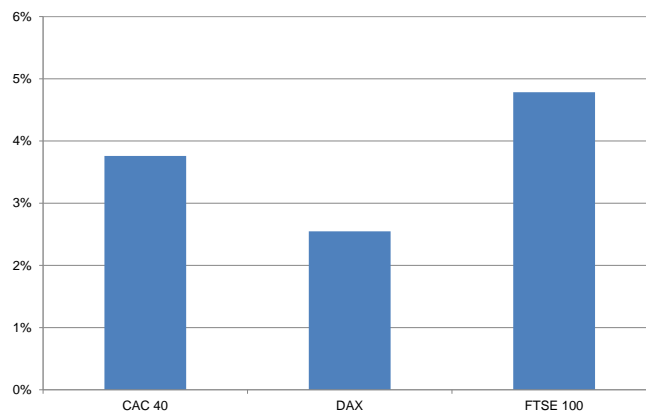
Graphique 36 : Volumes échangés sur les *dark pools* sur les valeurs du CAC 40, du DAX et du FTSE 100 (en milliards d’euros)



Sources : AMF, Fidessa.

Toutefois, il faut noter que, en valeur absolue, les volumes exécutés sur *dark pools* restent modestes. D’après les données Fidessa entre juin 2014 et mai 2015, le *dark trading* représenterait 2,5 % des volumes sur DAX, 3,8 % des volumes sur CAC 40 et 4,8 % des volumes sur FTSE 100 (Graphique 37).

Graphique 37 : Parts de marché des *dark pools* sur valeurs du CAC 40, du DAX et du FTSE 100, mai 2015



Sources : AMF, Fidessa.

La raison d'être des *dark pools* est de permettre à des investisseurs de réaliser des transactions de grande taille sans subir la sélection adverse qui pourrait se matérialiser dans un environnement de transparence pré-négociation. Dans un carnet d'ordres transparent, un acteur qui chercherait par exemple à vendre un montant important d'un titre donné, non pas du fait d'une vue directionnelle sur la valeur de l'actif mais par besoin de liquidité, s'exposerait en effet à une dégradation des conditions de prix. La prévisibilité des prix auxquels les transactions ont effectivement lieu que permettent les *dark pools* pour ce type de transactions est d'autant plus appréciable dans des marchés où les *traders* à haute fréquence sont prégnants (une présence importante de *traders* à haute fréquence sur certains *dark pools*, notamment aux États-Unis, a même été mise en évidence en 2014). En effet, ces derniers peuvent contribuer à augmenter le risque de sélection adverse sur les marchés transparents en pré-négociation (voir section 2.2) et rendent plus difficile pour les acteurs plus « lents » d'anticiper la liquidité disponible au moment où leurs ordres entrent dans le carnet. Ceci dit, le *dark trading* est aussi facteur de risques spécifiques à plusieurs égards :

- risque de dégradation du processus de formation des prix ou de la liquidité sur les marchés transparents : ce risque pourrait survenir par attrition des volumes exécutés sur marchés transparents, ce qui n'est vraisemblablement pas le cas sur les marchés européens étant donné les parts de marché encore limitées du *dark trading*. Le seuil à partir duquel le *dark trading* génère des effets significatifs sur la qualité globale du marché reste toutefois difficile à estimer. La croissance du *dark trading* peut aussi affecter l'économie des fournisseurs de liquidité si les ordres les plus profitables à traiter se concentrent sur les plateformes opaques ;
- risque de détournement de la vocation initiale des *dark pools* : la vocation première est de permettre des transactions sur blocs de titres qui excèdent les tailles standards de marché. Or, les tailles des ordres sur *dark pools* en Europe ont fortement baissé depuis 2009⁵⁷, et des offres correspondant à des tailles plus faibles, compatibles avec la présence d'acteurs haute fréquence, se sont développées. Cette évolution doit être suivie par les régulateurs, dans la mesure où une migration des transactions de taille standard en-dehors des marchés transparents comporterait un risque supplémentaire de dégradation du processus de formation des prix.

En réponse à la croissance du *dark trading*, la directive MIF II (voir Encadré 2) introduit un mécanisme de plafonnement des volumes exécutés en exemption à la transparence pré-négociation. Pour une valeur donnée, un maximum de 4 % des volumes pourra être exécuté sur un *dark pool* donné. De plus, un maximum de 8 % des volumes sur le titre considéré pourra être exécuté sur l'ensemble des *dark pools*. En cas de non-respect de ces limites, leurs dérogations au régime de transparence seront suspendues pour 3 mois sur le titre concerné.

⁵⁷ Voir Fidessa (2013).

Encadré 2 : Les évolutions du régime de transparence sous MIF II, pour les instruments action et les instruments non-action

La Directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF II) et le Règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR), publiés en juin 2014 doivent entrer en application en janvier 2017. Ils prévoient notamment une large refonte des exigences de transparence pré- et post-négociation, à la fois en ce qui concerne les actions et les instruments « autres que les actions » (*non-equity*) – à savoir en particulier les obligations et les dérivés.

L'un des apports majeurs de MIF II concerne la mise en place de l'obligation de négociation pour les actions sur marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation (SMN) et internalisateurs systématiques (IS). Cette nouvelle obligation permettra de limiter la part des transactions exécutées de gré à gré. L'exécution OTC sur actions est en effet limitée aux transactions non systématiques, ad hoc, occasionnelles, et peu fréquentes ou aux transactions exécutées entre professionnels et/ou contreparties éligibles et ne contribuant pas à la formation du prix.

S'agissant de la transparence des marchés actions, MIF II s'inscrit dans la continuité de MIF I tout en apportant un certain nombre de précisions et d'améliorations au régime applicable. En effet, le contenu et les limites des dérogations à la transparence *pre-trade* ainsi que le contenu de l'information publiée en *post-trade*, sont précisées par le règlement MiFIR. On notera également l'extension du régime applicables aux actions aux instruments assimilés actions et en particulier aux ETF.

Le texte de niveau I de MIF II établit pour les instruments *non-equity* (dérivés, obligations, produits structurés, quotas d'émission) un double principe de transparence pré-négociation en temps réel pour les plateformes et de transparence post-négociation en temps réel pour les transactions (sur plateformes ou en gré à gré). Le régime comporte certains éléments communs au régime de transparence sur actions (par exemple les dérogations à la transparence pré-négociation et l'autorisation de publication différée pour les ordres et transactions de « grande taille ») mais comporte également des éléments spécifiques, principalement la dérogation générale de transparence pré-négociation et l'autorisation de publication post-négociation différée notamment pour les instruments classés comme illiquides par l'ESMA.

Dans le détail, 4 cas de dérogations à la transparence pré-négociation et 3 cas d'autorisation de publication différée en post-négociation sont envisagés en fonction des caractéristiques des ordres, de la liquidité des actifs traités et des modalités de négociation.

Par ailleurs, MiFIR définit un marché liquide comme un marché d'un instrument financier ou d'une catégorie d'instruments financiers sur lequel il existe de façon continue des vendeurs et des acheteurs prêts et disposés, qui est évalué selon les critères suivants en tenant compte des structures spécifiques du marché de l'instrument financier concerné ou de la catégorie d'instruments financiers concernée (fréquence et taille moyennes des transactions, nombre et type des participants au marché, taille moyenne des fourchettes de cotation).

2.2. L'impact du *trading* haute fréquence sur le fonctionnement des marchés actions

Le HFT contribue à consolider l'information dans un environnement fragmenté

Du fait de l'évolution de la technologie, les échanges sur actions sont désormais largement exécutés de façon automatique, via des algorithmes programmés pour actualiser leurs ordres en fonction de signaux observés sur les marchés ou d'informations macroéconomiques. Au sein de cette vaste catégorie du trading algorithmique, le *trading* haute fréquence (*high frequency trading*, HFT) peut être défini comme un sous-ensemble caractérisé par le fait d'opérer pour compte propre, de ne détenir les actifs que pendant une très courte période et en tout état de cause de viser une position neutre en fin de séance, d'annuler une forte proportion des ordres rapidement après soumission, et de chercher à réduire au maximum le temps de latence dans l'accès au marché. Bien que cette description soit généralement considérée comme pertinente, il faut noter que les définitions réglementaires du HFT, quand elles existent, peuvent varier entre elles. Le HFT s'est rapidement développé à partir des années 2000 sur les marchés européens parallèlement aux évolutions réglementaires et technologiques qui ont contribué à l'émergence de l'environnement actuel caractérisé par une fragmentation des échanges entre une multiplicité de plateformes en concurrence et le recours extrêmement répandu parmi les intervenants de marché à des solutions d'exécution automatisées par des algorithmes. Dans un contexte de fragmentation de l'information et de la liquidité disponible, les *traders* haute

fréquence contribuent à la reconsolidation du carnet d'ordres et intermédièrent les positions de contreparties dispersées entre une multiplicité de marchés. Cette facette de leur activité contribue également à assurer une concurrence effective (y compris tarifaire) entre plateformes offrant des services sur un même titre.

Cet environnement peut néanmoins aboutir à un développement excessif du HFT

Dans la mesure où la présence de HFT permet de générer du volume et renforce la liquidité instantanée disponible sur une plateforme, les plateformes sont individuellement incitées à proposer des schémas de tarification attractifs pour les *traders* haute fréquence. Il peut en résulter des structures tarifaires excessivement favorables et donc un développement du HFT au-delà du point où il est économiquement efficace. La croissance du HFT peut également être excessive si les externalités négatives exercées par les *traders* haute fréquence sur leurs contreparties (sous forme de coûts de sélection adverse accrus pour les acteurs plus lents par exemple) et sur le fonctionnement du marché en général (par exemple via des investissements en technologie ou des coûts de supervision accrus) ne sont pas ou imparfaitement internalisées.

La part de marché du HFT sur le CAC 40 augmente en 2014.

Sur le périmètre de surveillance de l'AMF, qui permet de mesurer l'activité des *traders* haute fréquence sur le CAC 40, les parts de marché du HFT ont augmenté en 2014. Au 4^e trimestre 2014, la part des volumes réalisée par les *traders* haute fréquence « purs » (entités se décrivant comme opérant exclusivement comme *traders* haute fréquence) s'établit à 25 %, contre 22 % à fin 2013. La part du HFT « mixte », correspondant à des *desks* de HFT logés au sein de banques d'investissement, passe elle de 9 % à 15 %. Au total, la part de marché de l'activité HFT augmente de 31 % à fin 2013 à 40 % à fin 2014. Abordée par les ordres plutôt que par les volumes, l'incidence du HFT apparaît encore plus importante puisque le HFT « pur » seul représente 47 % des ordres. Cet écart est dû au fait que les stratégies employées par les *traders* haute fréquence supposent d'actualiser continuellement leurs ordres en prix et en volume, ce qui implique d'annuler les ordres très fréquemment et résulte en des ratios d'ordres sur transactions typiquement plus élevés que ceux des autres acteurs.

Une empreinte significative sur les marchés actions européens

Les travaux menés en 2014 par l'ESMA (voir ESMA, 2014) constituent une avancée importante dans l'appréhension de l'empreinte du HFT sur les marchés actions au niveau européen. Les données utilisées pour mesurer l'activité HFT proviennent de 8 marchés réglementés européens et de 3 des principaux SMN, et portent sur 100 valeurs relevant de 9 juridictions différentes et aux caractéristiques variées, pour le mois de mai 2013. Deux approches alternatives ont été retenues pour identifier les *traders* haute fréquence. L'une, directe, s'appuie sur la déclaration par les acteurs eux-mêmes du HFT comme activité principale. Dans la mesure où cette méthode ne prend pas en compte l'activité de HFT des banques d'investissement, elle contient un élément de sous-estimation des volumes associés au HFT. Elle aboutit à attribuer 24 % des montants traités, 30 % des transactions et 58 % des ordres au HFT. Une mesure alternative se fonde sur le comportement de passage et d'annulation des ordres du HFT : sont considérés comme *traders* haute fréquence les entités dont 10 % des ordres ont une durée de vie (calculée entre le passage de l'ordre et son annulation) de moins de 100 millisecondes. Selon cette définition, qui a elle-même ses limites (les ordres de marché immédiatement exécutables ne sont pas pris en compte ; le critère d'identification peut conduire à identifier indûment certains acteurs comme relevant du HFT), le HFT représente 43 % des montants traités, 49 % des transactions et 76 % des ordres, corroborant les observations de l'AMF sur le marché français.

Le HFT fait l'objet d'un suivi attentif par les superviseurs des marchés financiers en raison des risques qu'il peut générer :

Les effets du HFT sur la qualité de marché doivent être suivis avec attention

- risques pour la transparence des marchés : dans la mesure où ils opèrent avec une latence inférieure, les *traders* haute fréquence rendent le carnet d'ordres difficile voire impossible à analyser pour les acteurs opérant avec une latence supérieure, puisque de nouveaux ordres pourront avoir modifié le carnet entre le moment de l'envoi de l'ordre par un acteur non-HFT et le moment de son insertion effective dans le carnet. Ce type d'effet adverse peut être exacerbé si les *traders* haute fréquence recourent à des stratégies de type « *quote stuffing* », qui consistent à envoyer simultanément une grande quantité d'ordres dans le but d'altérer la visibilité du carnet d'ordres et rendre plus complexe et plus long le filtrage des informations de marché pertinentes par les autres acteurs (y compris HFT). Alternativement, du fait des coûts de sélection adverse qu'il impose à ses contreparties, le HFT peut inciter les autres teneurs de marché et les investisseurs finaux à se tourner vers des plateformes non transparentes réputées moins favorables au déploiement des stratégies HFT du fait de l'absence de transparence pré-négociation, avec pour conséquence une diminution de la part des volumes exécutés de façon transparente, et donc au détriment du processus de formation des prix ;
- risques pour l'équité des marchés : l'essor des parts de marché du HFT provient en partie de l'exploitation d'un avantage compétitif qui leur permet d'intermédiaire des échanges à moindre coût. Toutefois, les clients finaux ne bénéficient de cette activité que dans la mesure où les gains à l'échange sont au moins en partie partagés entre les *traders* haute fréquence et leurs contreparties. En ce sens, il est important que la concurrence entre *traders* haute fréquence, d'une part, et entre *traders* haute fréquence et acteurs plus « lents » d'autre part, ait lieu dans des conditions équitables d'accès à l'information et aux infrastructures, et de conditions tarifaires. A plus forte raison, la préservation de l'équité des marchés suppose un contrôle efficace des pratiques manipulatoires potentiellement mises en œuvre par les *traders* haute fréquence ;
- risques pour la qualité de la liquidité : empiriquement, de nombreux articles de recherche portant sur des marchés variés trouvent une corrélation entre le HFT (ou le trading algorithmique) et le resserrement des fourchettes de cotation (indicateur le plus répandu de la liquidité). Toutefois, la liquidité fournie par les *traders* haute fréquence apparaît partiellement redondante puisque concentrée sur les titres les plus liquides initialement. Elle semble peu robuste aux épisodes de volatilité accrue, et donc se raréfier voire disparaître aux moments où elle serait la plus nécessaire. Enfin, à l'image du carnet d'ordres en général, la liquidité fournie par les *traders* haute fréquence apparaît difficilement prévisible pour les acteurs moins rapides ;
- risques pour la stabilité financière : il est dans la nature du modèle commercial du HFT d'œuvrer à la transmission instantanée des chocs sur les prix entre plateformes traitant un même actif ou entre marchés d'actifs dont les valeurs fondamentales sont liées. Cela peut toutefois contribuer à une plus grande volatilité dans un contexte où les lieux de négociation ne disposent pas de dispositifs de gestion de la volatilité (de type coupe-circuit ou *circuit breakers*) coordonnés. De plus, les comportements des *traders* haute fréquence peuvent transmettre des chocs entre instruments *a priori* non corrélés, par exemple si des pertes sur un instrument les conduisent à liquider d'autres actifs pour limiter leur risque. Enfin, la résilience des infrastructures de marché, en particulier les plateformes d'échange, peut être négativement affectée par la charge opérationnelle générée par le grand nombre de messages envoyés et annulés par les *traders* haute fréquence.

La qualité de la liquidité fournie par les traders haute fréquence est sujette à doute

Au vu des risques générés par le HFT, deux approches complémentaires peuvent être mises en œuvre. La première repose sur des mesures spécifiques aux *traders* haute fréquence telles que des obligations d'enregistrement ou de renforcement de la qualité du contrôle des risques (qui sont de nouvelles dispositions présentes dans MIF II). La seconde, prenant acte des effets de complémentarité entre l'organisation générale des échanges sur

actions et le développement du HFT, préconise une action plus globale permettant d'évoluer vers un environnement où les effets négatifs du HFT sont moins susceptibles de se matérialiser. Plusieurs évolutions de la structure de marché sont envisageables. Budish et al. (2015) proposent un régime alternatif aux carnets d'ordres continus fondé sur des enchères périodiques à prix uniforme à intervalle de temps donné (toutes les secondes ou toutes les 100 millisecondes), dans lequel la concurrence par la vitesse disparaîtrait pour laisser place à une concurrence uniquement sur les prix. Foucault (2015) propose une solution qui suppose un bouleversement de moindre ampleur par rapport au modèle actuel. En retardant l'exécution des ordres « au marché »⁵⁸ d'une durée aléatoire et très courte (de l'ordre de quelques millisecondes), les fournisseurs de liquidité auraient le choix de traiter face à un ordre de marché entrant ou d'annuler leurs ordres limites. Ce mécanisme protégerait donc les fournisseurs de marché non HFT contre les comportements d'arbitrage mis en œuvre par les arbitragistes haute fréquence.

On peut noter que la directive MIF II comporte des éléments de réforme de la structure des marchés visant à limiter les effets potentiellement indésirables du HFT, notamment via l'introduction d'un nouveau régime de pas de cotation (l'écart minimal entre deux prix dans le carnet d'ordres). L'objectif est de contrôler la viscosité du carnet d'ordres, car un pas de cotation trop petit favorise les ordres agressifs les plus rapides, alors qu'un pas de cotation trop grand favorise les ordres passifs les plus rapides. L'introduction d'un régime de pas de cotation minimum harmonisés a pour but de garantir que les améliorations de prix sont significatives économiquement, d'éviter que les pas de cotation ne soient utilisés comme instruments de compétition entre plateformes, et de s'assurer que des instruments de liquidité différente ont un pas de cotation adapté tout en réduisant les disparités entre instruments de même liquidité.

**MIF II renforce
substantiellement
l'encadrement du
HFT**

Au-delà de l'adaptation des pas de cotation, la directive MIF II comporte une série de dispositions afin de renforcer la réglementation applicable au HFT et sa supervision. Les sociétés de HFT devront ainsi s'enregistrer comme prestataires de services d'investissement (statut qui emporte des exigences renforcées en termes de reporting aux superviseurs, de contrôle interne et de gestion des risques). Les algorithmes utilisés devront être identifiés de façon univoque. Les structures tarifaires offertes par les plateformes seront également encadrées, ainsi que les conditions d'accès à la colocalisation.

2.3. Les marchés obligataires dans un environnement de taux bas

**Activité des
marchés
obligataires
en 2014**

En 2014, les marchés obligataires français ont connu une hausse de leurs volumes d'activité, tant en termes de nouvelles émissions que de transactions. L'activité primaire a progressé de 15 % en montant (443 milliards d'euros contre 386 en 2013), tous émetteurs français confondus et de 8 % (181 milliards d'euros contre 168 en 2013) en ce qui concerne l'État⁵⁹. Ce dynamisme s'explique en partie par le renouvellement d'importantes tombées issues d'émissions *corporate* réalisées en 2009 lorsque le marché s'était rouvert après deux années difficiles. Ce regain de dynamisme a entraîné une hausse des volumes échangés sur le marché secondaire, mais dans une moindre mesure d'environ 6 %⁶⁰.

⁵⁸ Dans un carnet d'ordres, les ordres peuvent être agressifs, en général « au marché », c'est-à-dire immédiatement exécutables au meilleur prix disponible, ou passifs, en tant qu'ordres « limite », c'est-à-dire des ordres spécifiant un prix (et un volume) auquel l'acteur émetteur de l'ordre est prêt à traiter de manière différée. Les ordres passifs restent dans le carnet jusqu'à exécution (quand un ordre de sens contraire satisfaisant à la condition apparaît dans le carnet) ou annulation.

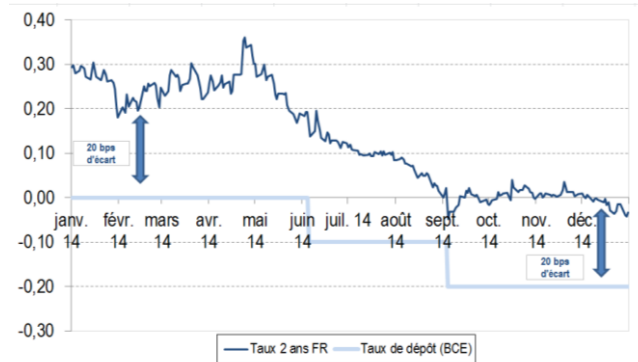
⁵⁹ Source : DEALOGIC.

⁶⁰ Estimation basée sur les données de transactions issues du reporting des PSI.

Une politique monétaire inédite en zone euro

Conséquence de la politique menée par la Banque centrale européenne (BCE), la performance des marchés obligataires français a été exceptionnelle. La baisse des taux d'intérêt accroît en effet mécaniquement la valeur de marché des obligations émises précédemment. À partir du milieu d'année, la décision historique prise par la BCE de fixer son taux de dépôt en dessous de 0 % s'est traduite par une pression baissière sur les taux souverains, conduisant en territoire négatif jusqu'à la maturité à 2 ans du taux d'État français :

Graphique 38 : Taux de dépôt BCE et taux français à 2 ans

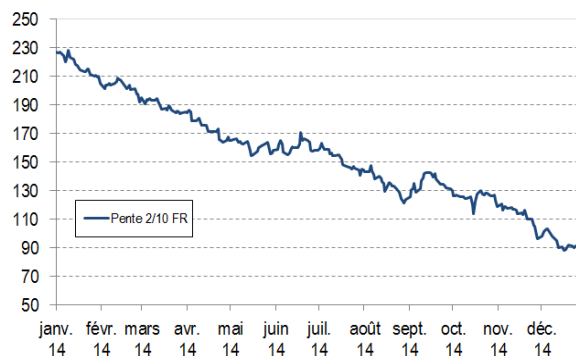


Source : Bloomberg.

Recherche de rendement par l'allongement des maturités

Les intervenants se sont adaptés à ce nouvel environnement de taux historiquement bas en adoptant des stratégies visant à capter davantage de rendement. La première d'entre elles a consisté à se positionner sur des points de courbe plus éloignés et c'est ainsi que l'écart entre le taux 10 ans et 2 ans français s'est réduit de 141 points de base (Graphique 39). Ce mouvement s'est produit sur tous les grands pays de la zone euro (Allemagne, Italie, Espagne) et l'indice Euro MTS 7-10 ans, tout comme l'indice MTS France 7-10, a progressé plus de 15 % en 2014. En soi, l'aplatissement de la courbe des taux peut inciter les émetteurs à rallonger la maturité de leur dette et générer à terme un risque de refinancement lorsque les taux remonteront.

Graphique 39 : Écart de taux 10 ans-2 ans français



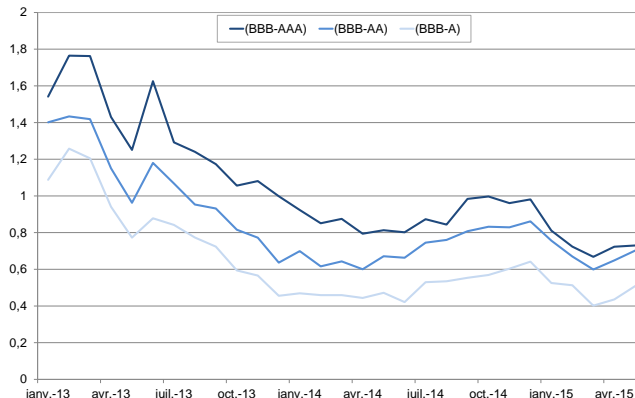
Source : Bloomberg.

Recherche de rendement par l'augmentation du risque crédit

L'autre stratégie permettant de capter davantage de rendement sur l'obligataire dans un contexte de taux bas est l'accroissement du risque crédit notamment en intégrant à l'univers d'investissement initial des émetteurs dont la note de crédit est spéculative (*high yield*). Dans ce cadre, les émissions de Numéricable et Altice visant à financer le rachat de SFR pour un montant de 12 milliards d'euros sont un exemple emblématique. Ce placement d'un montant record a été sursouscrit 6 fois par les investisseurs. L'appétit accru pour le risque

se traduit par une compression des spreads de crédit entre obligations d'entreprises non financières de différents ratings au niveau européen (Graphique 40).

Graphique 40 : Spreads de crédit sur dette corporate 7-10 ans



Sources : Datastream, iBoxx.

Face à cet appétit croissant pour le risque de crédit, des obligations plus risquées ont été émises par des émetteurs appartenant aussi à la catégorie Investissement (*Investment Grade*).

C'est le cas sur le segment bancaire avec les obligations *Contingent Convertibles* (CoCo, voir chapitre 1) dont les montants émis en 2014 au niveau européen ont atteint un niveau record (50,5 milliards d'euros en 2014 contre 19,5 milliards d'euros en 2013), y compris pour les établissements français, qui en ont émis près de 7 milliards d'euros. La notation financière est en générale de 4 ou 5 crans en-deçà de la notation initiale de l'émetteur, plaçant la plupart des souches en catégorie *High Yield*. Il s'agit en effet de produits complexes et c'est pourquoi, malgré l'existence d'une réglementation européenne en matière de commercialisation et de valorisation des instruments financiers, plusieurs régulateurs en ont limité l'accès aux particuliers. Cette limitation ne touche toutefois pas la détention indirecte de titres, via la gestion collective notamment et il est important que les investisseurs concernés soient capables d'appréhender le risque pris sur ce type d'instrument. L'ESMA a également publié, en juillet 2014, une communication relative aux risques potentiels associés aux CoCo⁶¹.

Les entreprises du secteur non financier émettent également davantage d'obligations plus risquées avec un niveau de subordination supérieur et offrant en compensation plus de rendement (*Hybrid Corporate*). En 2014, les entreprises non financières françaises (dont Orange, Accor, Arkema, EDF, GDF) ont ainsi émis un montant cumulé de 14 milliards d'euros de dette subordonnée.

L'augmentation du risque dans un marché obligataire moins liquide

L'environnement de taux bas incite par conséquent les investisseurs à investir sur des produits plus risqués afin d'obtenir un niveau de rendement supérieur. Or, cette prise de risque additionnelle intervient précisément dans une configuration où le niveau général de liquidité des marchés obligataires est probablement moins élevé que par le passé (et notamment qu'avant la crise financière de 2007-2008).

La BRI (Banque des règlements internationaux) a ainsi consacré une partie de son rapport de mars 2015⁶² au lien entre *market making* et liquidité du marché obligataire, qui reprend

⁶¹http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-944_statement_on_potential_risks_associated_with_investing_in_contingent_convertible_instruments.pdf

⁶² « BIS Quarterly Review – Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments », BIS, Mars 2015

les principales idées de l'article n°52 du *Committee on the Global Financial System*⁶³ de novembre 2014. En substance, si les nouvelles réglementations se sont attachées à réduire le risque porté au bilan par les banques, elles ont renchéri leur activité de portage des actifs, réduisant la capacité et la volonté d'interposer leur compte propre des *market makers*, ce qui pourrait contribuer à amplifier la volatilité des marchés en cas de choc.

En Europe en particulier, où les volumes et les inventaires des banques⁶⁴ sont moins bien connus qu'aux États-Unis, plusieurs publications indiquent qu'une baisse de la liquidité similaire à celle observée sur les marchés américains aurait eu lieu au cours des dernières années. D'après le rapport de l'ICMA (International Capital Markets Association) sur l'état du marché obligataire *corporate* européen⁶⁵, basé sur une série d'interviews, les banques auraient effectivement réagi aux nouvelles règles prudentielles en réduisant leurs inventaires d'actifs dédiés à la tenue de marché. Leur objectif serait en parallèle d'accroître la rotation de leurs positions restantes, ce qui les conduirait à se concentrer sur les segments moins risqués.

Sur le marché français, l'analyse des données de transactions, couplées à d'autres indicateurs (*spread bid-ask* notamment) suggère également que la liquidité a tendance à se concentrer sur les segments les plus profonds et/ou les moins risqués dans un contexte de fortes contraintes sur les activités de *market making*. Le constat relatif à l'état général de la liquidité suggère aussi que son coût est aujourd'hui plus élevé par rapport au niveau d'avant crise même s'il faut considérer que le point de comparaison des années 2005-06 n'est peut-être pas le plus adapté. Il peut correspondre à une situation où le risque de liquidité était sous-estimé du fait d'une bulle en formation.

Plusieurs types de réponses peuvent être envisagés pour limiter la dégradation de la liquidité sur les marchés obligataires dans un contexte où ce mode de financement en Europe va continuer à se développer et où les banques sont moins enclines à animer le marché. Depuis plusieurs années, la part de marché des plateformes électroniques, notamment les systèmes de demande de prix (Bloomberg, MarketAxess, EUROMTS, Tradeweb) a crû rapidement, en particulier sur les obligations d'État, et à un degré moindre pour les obligations *corporate investment grade* et *high yield*. Les plateformes organisées autour d'un modèle de carnet d'ordres connaissent un développement plus limité. Une meilleure connectivité du marché permet de mettre en relation des populations plus larges de contreparties et contribue donc à une plus grande liquidité en conditions de marché ordinaires. Les transactions sur ces plateformes, même fragmentées ou d'ordres de petite taille, permettent aussi d'alimenter le marché en références de prix. En revanche, elles ne se substituent pas au modèle bilatéral traditionnel en ce qui concerne les ordres de grande taille ou les titres illiquides, et a fortiori pour absorber des déséquilibres de marché. Le développement de plateformes *all-to-all*, c'est-à-dire sur lesquelles des gérants d'actifs peuvent également animer le marché en rendant disponible à la vente une partie de leurs actifs, peut également constituer un complément de flexibilité pour ces acteurs

Du fait des limites à la transparence du marché obligataire, la disponibilité effective de la liquidité est difficile à apprécier pour les intervenants. À cet égard, la réforme du régime de transparence sur instruments *non-equity* sous MIF II constitue une inflexion importante (voir encadré 1). Les dispositions relatives à la transparence post-négociation aboutiront à une plus large publication des prix des transactions (en temps réel pour les titres les plus

⁶³ *Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications*, CGFS n°52, Novembre 2014.

⁶⁴ L'indicateur de RBS (*Liquid-O-Meter*) est notamment calculé à partir des inventaires des banques américaines et des volumes négociés aux États-Unis qui sont rendus disponibles par la *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA).

⁶⁵ *The current state and future evolution of the European investment grade corporate bond secondary market: perspectives from the market*, ICMA, Novembre 2014

liquides et avec des délais pour les instruments désignés comme illiquides), qui améliorera la capacité des intervenants à évaluer les niveaux de prix et les tailles disponibles à ces niveaux de prix. Concernant la transparence pré-négociation, qui s'appliquera aux transactions sur plateformes hors dérogations spécifiques, elle contribuera à une meilleure anticipation des conditions d'exécution. Dans l'optique de préserver les conditions d'opération des teneurs de marché, le régime d'exemptions est calibré en fonction de la liquidité de l'obligation traitée (les instruments qui seront définis comme illiquides par l'ESMA seront exclus) ainsi que de la taille de l'ordre. Le nouveau régime de transparence vise ainsi un équilibre entre diversité des participants, des titres et des modes d'échange, d'une part, et un degré de consolidation de l'information qui permette aux participants de marché et aux superviseurs d'évaluer la liquidité du marché, d'autre part.

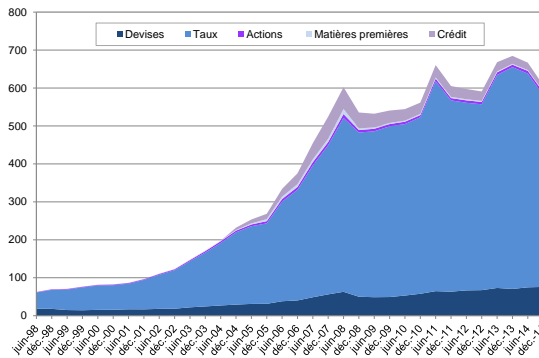
2.4. Les marchés de dérivés

2.4.1. L'activité sur les marchés dérivés globaux : baisse des montants notionnels, mais augmentation des expositions de crédit au second semestre 2014

Les montants notionnels globaux de dérivés de gré à gré baissent de 11 % en 2014

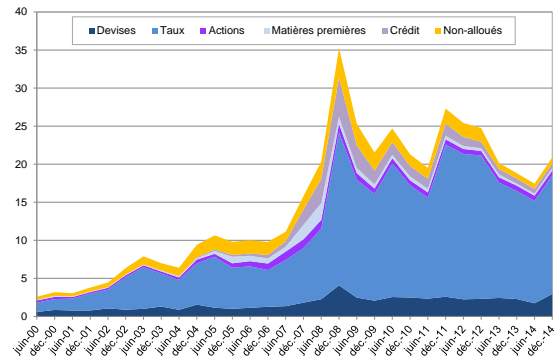
En 2014, les montants notionnels⁶⁶ bruts totaux de dérivés de gré à gré à l'échelle mondiale, tels que les recense la Banque des règlements internationaux (BRI), ont baissé de 11 %, passant de 710 000 milliards de dollars à 630 000 milliards de dollars (Graphique 41). Cette baisse est attribuable à celle des montants notionnels sur les dérivés de taux, qui représentent 80 % du total et ont décliné de 584 000 milliards de dollars en décembre 2013 à 505 000 milliards de dollars en décembre). Une partie de cette baisse s'explique par le recours croissant aux techniques de compression de portefeuille (qui permettent de réduire les montants notionnels de dérivés en éliminant les expositions de sens opposé entre une ou plusieurs contreparties et les expositions qui ne contribuent pas au risque des portefeuilles).

Graphique 41 : Dérivés de gré à gré : montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI.

Graphique 42 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI.

Il est également noté que les montants notionnels sur dérivés de crédit s'inscrivent en baisse continue depuis plusieurs années. Cette évolution s'observe également pour les CDS sur entités françaises, dont les encours notionnels nets ont diminué de 58 milliards d'euros à fin 2013 à 36 milliards d'euros à fin mars 2015⁶⁷. Si ce marché a pu générer des risques (notamment de contrepartie), il ne semble pas pour autant qu'il faille se réjouir de son attrition car cet instrument a pour vocation première d'apporter des couvertures sur le

⁶⁶ Le montant notionnel d'un dérivé correspond à la valeur de l'actif sous-jacent sur lequel porte le contrat dérivé.

⁶⁷ Source : DTCC, calculs AMF.

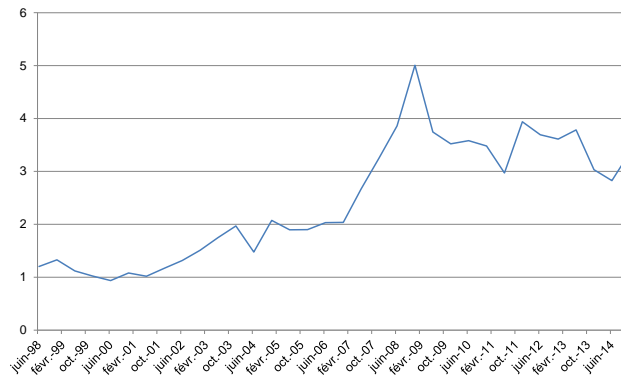
marché obligataire. Or, la liquidité d'un marché est en général favorisée par l'existence de produits dérivés associés qui permettent aux intervenants de couvrir leurs risques. De plus, la concentration des acteurs sur ce marché, déjà très forte par le passé, s'accroît encore⁶⁸.

Les montants notionnels n'indiquent toutefois pas la valeur pour chacune des contreparties du contrat dérivé. La somme des valeurs de marché brutes des contrats dérivés, c'est-à-dire des valeurs de marché des contrats de dérivés de chaque entité déclarante (sans tenir compte des opérations de compression de portefeuille ni d'annulation bilatérale *-netting-*), qui fournit une approximation de la valeur liquidative agrégée des contrats dérivés, augmente en revanche de 10 %, passant de 18 900 milliards de dollars à 20 900 milliards de dollars (Graphique 42).

Les expositions brutes de crédit connaissent une hausse de 3 % en 2014.

Les expositions brutes de crédit (*gross credit exposure*⁶⁹), qui corrigent les valeurs brutes marché des expositions croisées entre institutions financières, permettent de prendre la mesure agrégée de l'exposition au risque de contrepartie générée par les positions dérivées. Elles augmentent de 3 000 milliards de dollars en décembre 2013 à 3 350 milliards en décembre 2014 (Graphique 43). Cette évolution reste à confirmer.

Graphique 43 : Expositions brutes de crédit
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Au total, le repli des montants notionnels bruts ne se traduit pas par une évolution comparable des mesures agrégées des risques liés à leurs activités de dérivés des institutions financières

L'augmentation de la collatéralisation participe d'une réduction du risque de contrepartie

Surtout, le risque effectif de contrepartie associé devrait être mesuré après prise en compte de la collatéralisation des positions. Or, d'après les données collectées par l'ISDA⁷⁰, la collatéralisation des positions en dérivés croît rapidement : 71 % des opérations étaient collatéralisées en 2011 contre 91 % à fin 2013. Si elle peut être génératrice d'effets indésirables liés à l'augmentation globale de la demande de collatéral, cette évolution n'en contribue pas moins à réduire le risque de contrepartie net associé aux expositions en dérivés des institutions financières.

Sous MIF II en Europe et sous le Dodd-Frank Act aux États-Unis, les obligations d'échanges sur des plateformes organisées pour les dérivés éligibles constituent des incitations à migrer

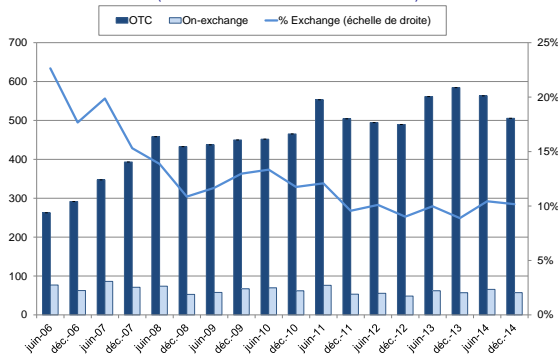
⁶⁸ Source : DTCC, calculs AMF.

⁶⁹ L'emploi du qualificatif *gross* ou *brut* renvoie au fait que le caractère collatéralisé ou non de l'exposition n'est pas pris en compte.

⁷⁰ Voir ISDA (2014).

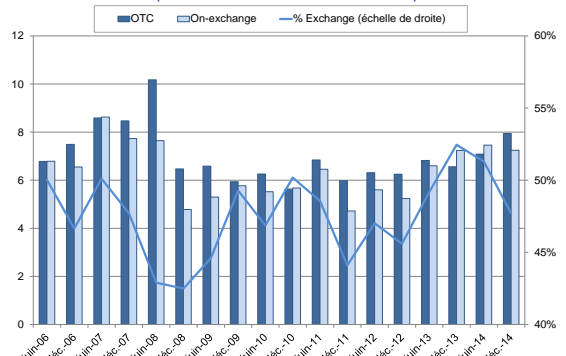
de la négociation bilatérale à la négociation multilatérale. Jusqu'à présent, la proportion d'instruments échangés sur plateformes (*on-exchange*) ne connaît pas d'augmentation significative, qu'il s'agisse d'instruments de taux, de dérivés actions ou de dérivés sur devises (Graphique 44 à Graphique 46). Sur les swaps de taux, elle continue de s'établir autour de 10 %. Les dérivés actions sont à environ 50 % échangés sur plateformes, cette proportion étant négligeable sur dérivés de change.

Graphique 44 : Volumes et parts de marché sur swaps de taux
 (en milliers de milliards de dollars)



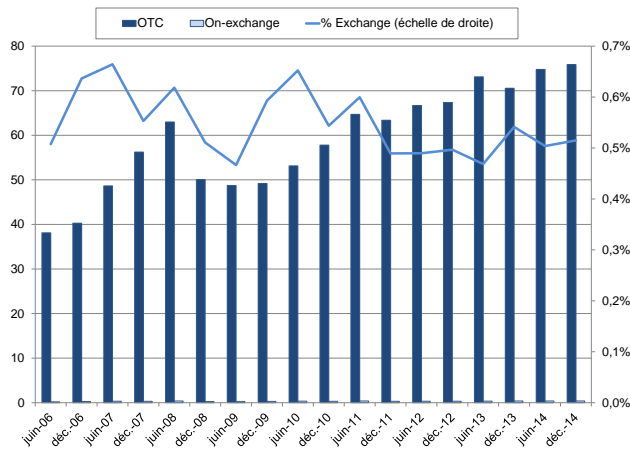
Source : BRI.

Graphique 45 : Volumes et parts de marché sur dérivés actions
 (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI.

Graphique 46 : Volumes et parts de marché sur dérivés de change
 (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI.

Un recours croissant à la compensation centrale

Le recours à la compensation centrale pour les dérivés de gré à gré s'est fortement accru depuis la fin des années 2000. L'ISDA (2013) estime que la proportion de swaps de taux compensés centralement a doublé entre 2009 et 2013. La tendance se poursuit depuis d'après les dernières statistiques disponibles. De 64% en décembre 2014, la part des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré compensés centralement a augmenté à 70% en juin 2014. L'évolution du recours à la compensation centrale dans le temps et entre dérivés dépend de celle de l'offre de compensation centrale. Celle-ci est en forte croissance, notamment du fait de l'achèvement des phases d'agrément ou de ré-agrément sous EMIR en Europe. Elle reste toutefois hétérogène au niveau global et entre classes de dérivés.

2.4.2. L'entrée en vigueur progressive des réformes réglementaires contribue à réduire le risque systémique et à augmenter la transparence des activités sur dérivés de gré à gré

Les positions en dérivés échangés de gré à gré dans des conditions opaques ont contribué à propager et amplifier le stress financiers lors de la crise de 2008. Il est apparu que beaucoup de ces positions n'étaient pas ou insuffisamment collatéralisées, ce qui a généré des pertes pour les contreparties aux opérations, amplifiant les effets du choc initial. L'agenda réglementaire du G20 de Pittsburgh vise à renforcer la transparence des activités de dérivés et à garantir un provisionnement adéquat des risques de perte :

Le traitement prudentiel des expositions des acteurs bancaires aux dérivés est finalisé

- ▶ l'application d'exigence en capital et de standards de marge appropriés aux opérations de dérivés de gré à gré contribuent à mieux maîtriser la procyclicité et le levier des expositions en dérivés. Dans le cadre de l'avancée des réformes prudentielles, les exigences en capital des acteurs bancaires pour leurs transactions sur dérivés compensés centralement et non compensés centralement ont été précisées en avril 2014 avec la publication des standards correspondants sous Bâle III⁷¹. Le traitement des expositions aux contreparties centrales a également été finalisé. Les exigences correspondantes sont d'ores et déjà effectives dans la grande majorité des juridictions FSB. Concernant les exigences de marge, le Comité de Bâle et l'OICV ont publié en mars 2015 les standards révisés pour les marges sur dérivés non compensés centralement qui devraient entrer en vigueur en décembre 2015 ;

L'opérationnalisation des référentiels centraux accroît la transparence des marchés de dérivés

- ▶ l'objectif de transparence passe par la déclaration des transactions à des référentiels centraux de données (*trade repositories*), qui est effective dans 16 des 19 juridictions couvertes par le FSB⁷². En Europe, la déclaration aux référentiels centraux agréés et supervisés par l'ESMA, exigée par EMIR, est entrée en vigueur en février 2014. L'obligation de déclaration concerne tous les dérivés, de gré à gré ou cotés. Les travaux au niveau technique menés en 2014 ont permis de progresser vers une fiabilisation des déclarations. L'enjeu désormais consiste à opérationnaliser la masse de données conséquente qui en résulte à des fins de meilleure supervision des activités et de suivi du risque systémique ;

L'offre de compensation centrale en Europe couvre l'ensemble des classes d'instruments

- ▶ la migration des transactions de gré à gré vers la compensation centrale contribue à accroître la transparence du marché et à réduire le risque de contrepartie. Des obligations de compensation centrale sont au moins partiellement effectives dans cinq juridictions FSB à fin 2014, et devraient l'être dans cinq autres à fin 2015. Sous EMIR, l'obligation de compensation centrale concerne l'ensemble des dérivés définis comme suffisamment liquides et standardisés par l'ESMA. Dans les faits, le caractère effectif de l'obligation dépend de l'offre de compensation centrale, et donc de l'état d'avancement des processus d'agrément des contreparties centrales aux termes des nouvelles obligations réglementaires. En Europe, à fin mars 2015, 16 contreparties centrales (CCP) ont été autorisées à offrir des services et activités dans l'union en conformité avec EMIR, et 3 ont vu leur autorisation étendue. L'offre couvre l'ensemble des classes de dérivés recensés par le FSB (matières premières, crédit, actions, change, taux).

⁷¹ Voir Basel Committee on Banking Supervision (2014).

⁷² Voir FSB (2014).

2.4.3. L'adaptation des acteurs au contexte réglementaire contribue au renouvellement des modèles opérationnels et des risques sur les marchés de dérivés

Si le but général des évolutions réglementaires est de réduire la procyclicité des marchés de dérivés et leur contribution au risque systémique, les adaptations des acteurs au contexte financier et à l'agenda réglementaire lui-même contribuent à renouveler la nature et la localisation des risques dans le système financier.

Les divergences internationales de modalités et de calendrier réglementaires peuvent contribuer à fragmenter les marchés de dérivés

L'interaction entre les modalités et les calendriers des réformes entre juridictions peut générer des incohérences, des duplications ou au contraire des vides réglementaires. Des relocalisations d'activité peuvent se produire dans l'optique d'optimiser le coût réglementaire des opérations sur dérivés. Le risque est celui d'une fragmentation des marchés de dérivés autour des frontières juridictionnelles préjudiciable à la liquidité de ces marchés. Cela peut se produire, par exemple, si les classes de dérivés soumises à la compensation centrale, ou les standards de marge, diffèrent entre juridictions. L'introduction de l'obligation de négociation sur plateformes des dérivés de gré à gré (pour ceux qui seront considérés comme éligibles en Europe) peut également engendrer de la fragmentation transfrontière. En février 2014, l'obligation de négociation des swaps de taux *benchmarks* sur des plateformes organisées régulées par la CFTC (*Swap Execution Facilities, SEF*) est entrée en vigueur aux États-Unis. En application de cette règle, toute plateforme de négociation permettant d'accéder à des contreparties américaines (*US person*) doit se conformer aux règles de la CFTC. Même si certaines dispositions permettent aux banques non américaines de limiter les adaptations nécessaires, empiriquement la règle semble avoir entraîné une fragmentation significative du marché des swaps de taux. L'ISDA (2015) calcule ainsi qu'au dernier trimestre 2014, 88 % des montants notionnels de swaps de taux en euro sont exclusivement traités entre contreparties européennes, contre 73 % un an plus tôt. Le volume des transactions entre banques européennes et banques américaines a décliné d'une moyenne de 598 milliards de dollars mensuels au dernier trimestre 2013 à une moyenne de 264 milliards de dollars au dernier trimestre 2014.

Les effets de distorsion de concurrence entre acteurs et entre juridictions doivent donc également faire l'objet d'un suivi attentif afin d'éviter les effets de fragmentation des marchés et de migration des transactions vers des juridictions moins-disantes, ou, au sein d'une même juridiction, vers des acteurs moins rigoureusement régulés et supervisés. A ce titre, les travaux portant sur le recours aux dérivés au sein des entités et activités de la finance parallèle constituent un complément des réformes portant spécifiquement sur les marchés de dérivés.

La prise en compte de la nature transfrontière des activités sur dérivés est également cruciale pour la qualité de la supervision des infrastructures. Les travaux actuels des autorités compétentes visent à optimiser les modalités de leur coopération dans la supervision des activités et des entités transfrontières (notamment les CCP) afin de garantir une homogénéité des normes et des pratiques de contrôle entre autorités compétentes.

La réforme des marchés de dérivés fait des CCP des acteurs centraux dans la réduction du risque systémique, mais aussi des points de concentration du risque de contrepartie. D'abord, la migration de la compensation des opérations de dérivés vers les CCP simplifie et centralise la gestion du risque de contrepartie associé. Les CCP s'interposent comme contrepartie de l'ensemble des transactions opérées par leurs adhérents compensateurs (*clearing members*) pour leur propre compte ou pour compte de client mais, contrairement à une banque dans une opération bilatérale, ne prennent pas de position directionnelle. En revanche, les CCP sont exposées au risque de défaut de leurs adhérents compensateurs. Le règlement EMIR prévoit dans ce cas la mobilisation séquentielle de

Les CCP doivent répondre à la concentration des risques par une adaptation de leur gestion des risques

plusieurs « lignes de défense » afin d'en limiter les répercussions : utilisation des marges de l'adhérent compensateur défaillant, de sa contribution au fonds de défaut, du capital de la CCP affecté à la gestion des défauts, appel à contribution des adhérents compensateurs non défaillants. En Europe, le processus d'agrément sous EMIR inclut une évaluation systématique des modalités de gestion du risque mis en œuvre par les CCP. Les modalités de calcul des marges et des fonds de défaut, les critères d'éligibilité et de diversification du collatéral et les effets induits en termes de procyclicité sont notamment soumis au contrôle des Collèges de supervision des CCP, qui sont chargés d'en contrôler la conformité aux dispositions d'EMIR. Afin d'anticiper les effets d'épisodes de stress financier sur les opérations des CCP, des stress tests sont menés selon des paramètres examinés par les régulateurs.

Ces dispositions visent à prévenir le défaut d'une CCP dans un éventail large de scénarios de stress. Toutefois, si un tel événement devait survenir à l'avenir, les CCP devront formuler des plans de redressement et des procédures de résolution (*recovery and resolution*). L'objectif de ces plans est d'assurer une gestion de crise efficace et rapide et de limiter les effets sur la stabilité financière d'une défaillance d'une chambre de compensation. Les régulateurs internationaux ont engagé des travaux sur ces sujets depuis 2012 qui ont abouti en octobre 2014 à un rapport du Comité de Bâle et de l'OICV consacré aux procédures de redressement et de résolution. Sur la base de ces travaux, la Commission européenne devrait élaborer une proposition législative courant 2015.

2.5. La finance parallèle : tendances de marché et développements réglementaires

2.5.1. Selon les dernières mesures disponibles au niveau global, la finance parallèle continue de croître

Les méthodologies de mesure de la finance parallèle restent à stabiliser

Des indicateurs quantitatifs sont actuellement développés au sein des autorités nationales (régulateurs de marché et autorités macroprudentielles), européennes et internationales compétentes afin d'opérationnaliser une surveillance prospective des risques de la finance parallèle. Si les méthodologies doivent encore être stabilisées et les périmètres harmonisés internationalement, à la suite du cadre général posé par le FSB⁷³, le principe est de calculer sur une base large incluant l'ensemble des activités et des entités des indicateurs de taille (de bilan quand l'analyse porte sur les entités, et de positions quand elle porte sur les activités) de transformation de maturité, de transformation de liquidité, de levier total, d'intermédiation de crédit, d'interconnexion et de complexité.

Au niveau global, le rapport annuel sur la finance parallèle du FSB⁷⁴ matérialise cette méthodologie en s'appuyant sur les données recueillies auprès des juridictions membres. L'édition 2014 fait apparaître plusieurs tendances, ainsi que les progrès et limites persistantes dans la mesure de la taille globale de la finance parallèle.

L'enquête agrège les données 2013 de 20 juridictions, auxquelles s'ajoute la zone euro dans son ensemble, représentant 80 % du PIB mondial et 90 % des actifs détenues par des institutions financières. Dans un premier temps, une mesure inclusive est mise en œuvre. Sur la base des comptes financiers nationaux (*Flow of Funds*), cette mesure large (MUNFI, pour *Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation*) agrège les actifs de l'ensemble des institutions financières (*Other Financial Intermediaries, OFI*) non classées par ailleurs comme banques, compagnies d'assurance, fonds de retraite, institutions financières publiques, banques centrales ou auxiliaires financiers (*financial auxiliaries*).

⁷³ Financial Stability Board (2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking.

⁷⁴ Financial Stability Board (2014), Global Shadow Banking Monitoring Report 2014.

**L'intermédiation
non-bancaire
totale
représente
75 000 milliards
de dollars**

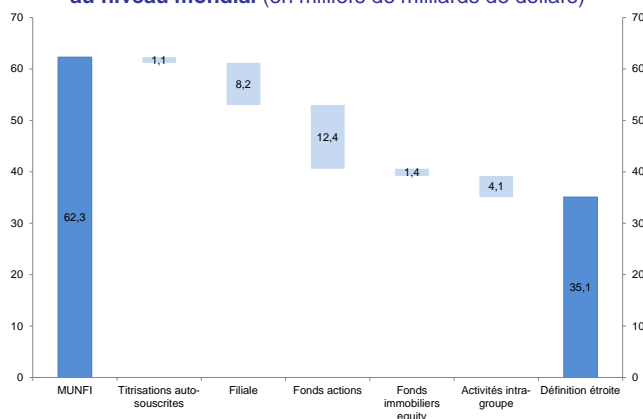
Au total, les actifs de l'ensemble des OFI s'élevaient à fin 2013 à 75 000 milliards de dollars, en augmentation de 5 000 milliards de dollars par rapport à 2012. Sur le périmètre légèrement plus restreint de 25 juridictions dont 5 de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Pays-Bas, Espagne), les actifs des OFI s'élevaient à 63 000 milliards de dollars. Cette croissance générale reflète une combinaison d'effets volume (croissance des actifs sous gestion des fonds d'investissement) et d'effets prix liés à l'évolution de la valeur de marché des actifs. En 2013, les effets de valorisation ont par exemple majoré les taux de croissance des fonds actions (dont la taille croît de 27 % en montants absolus et de 8 % après neutralisation de l'effet de valorisation) et minoré ceux des fonds obligataires (qui croissent de 7 % en montants absolus et de 8 % après prise en compte du déclin de 1 % du MSCI World Fixed Income Index). Les juridictions majeures sont la zone euro et les États-Unis avec 25 000 milliards de dollars chacun, la Grande-Bretagne avec 9 300 milliards de dollars et le Japon avec 4 000 milliards de dollars. L'évolution globale recouvre par ailleurs des disparités importantes de dynamisme, les taux de croissance s'étalant de – 6 % en Espagne à + 50 % en Argentine. Les marchés émergents connaissent une croissance relativement plus marquée de la finance parallèle. Portée par une forte croissance depuis 2007, la finance parallèle en Chine représente désormais 4 % du total (3 000 milliards de dollars), contre 1 % en 2007.

Les sous-secteurs des OFI les plus importants quantitativement sont les fonds hors fonds monétaires (28 500 milliards de dollars), les *brokers-dealers* (11 200 milliards de dollars), les véhicules de titrisation (5 000 milliards de dollars), les sociétés de financement (4 500 milliards de dollars) et les fonds monétaires (4 500 milliards de dollars). Par ailleurs, la nécessité de recourir à des données commerciales (*Hedge Fund Research*) pour estimer la taille globale des *hedge funds* à 2 600 milliards de dollars du fait de la non-participation des juridictions dans lesquelles ils sont formellement enregistrées souligne la persistance des limites posées par la disponibilité de données de *reporting* fiables.

**L'intermédiation
de crédit non
bancaire
présentant des
risques de type
bancaire
regroupe 35 000
milliards de
dollars d'actifs**

Si la mesure large présente l'avantage de permettre de suivre les évolutions en-dehors de l'univers prudentiel, elle capture des entités et activités qui ne répondent pas strictement à la définition officielle du FSB. Dans une seconde mesure de la finance parallèle, ne sont retenus que les actifs des entités faisant partie d'une chaîne d'intermédiation de crédit, non consolidés prudemment, et présentant des risques liés à la transformation de maturité ou de liquidité, ou au levier. L'objectif est de passer d'une mesure large de l'intermédiation non bancaire à une mesure restreinte aux entités et activités réalisant de l'intermédiation de crédit et présentant des risques systémiques de type bancaire (*bank-like systemic risks*). Cette mesure apparaît plus pertinente, notamment au regard du traitement des fonds actions qui non seulement ne réalisent pas d'intermédiation de crédit, mais présentent également pas ou peu de déséquilibres entre la liquidité de l'actif et la liquidité du passif pour la plupart. Sont ainsi déduits (Graphique 47) les actifs de véhicules de titrisation conservés au bilan d'entités régulées prudemment, les actifs des filiales de groupes régulés prudemment, les actifs des fonds ne jouant pas un rôle d'intermédiation de crédit, en particulier les fonds actions, les fonds immobiliers fermés, et les activités intra-groupe, aboutissant à un total de 35 000 milliards de dollars, contre 34 000 milliards de dollars à fin 2012.

Graphique 47 : De la mesure large à la mesure restreinte de la finance parallèle au niveau mondial (en milliers de milliards de dollars)



Source : FSB ; périmètre : 25 juridictions déclarantes dont Allemagne, France, Italie, Pays-Bas et Espagne pour la zone euro.

En France, la finance parallèle comprend tous les intermédiaires financiers qui ne sont pas des établissements de crédit et qui réalisent des activités d'intermédiation de crédit. Mesurés de cette façon, les actifs de la finance parallèle représentent environ 15 % des actifs du secteur bancaire⁷⁵ (1 144 milliards d'euros contre 7 770 milliards d'euros à fin septembre 2014). En France, les sociétés financières sont soumises aux règles de Bâle III et ne font donc pas partie de la finance parallèle. Les entreprises d'investissement en font partie quand elles ne sont consolidées au niveau du groupe bancaire. La taille des actifs des entreprises d'investissement faisant partie de la finance parallèle s'élève à 26 milliards d'euros. Les véhicules de titrisation intégrés dans le périmètre de consolidation bancaire ne sont plus considérés comme faisant partie de la finance parallèle. Selon ce critère, 75 milliards d'euros d'encours de titrisation non consolidés prudemment font partie de la finance parallèle. Par conséquent, les principales entités de la finance parallèle en France sont les fonds monétaires (351 milliards d'euros d'encours en mai 2015) et les fonds d'investissement hors fonds actions (dont les fonds obligataires et les fonds diversifiés qui totalisent 253 milliards d'euros et 342 milliards d'euros, respectivement, en mai 2015). Ces entités sont soumises à des règles encadrant leurs activités de transformation de liquidité et de maturité, ainsi qu'à des règles de levier, qui répondent aux sources de risques de la finance parallèle.

2.5.2. La finance parallèle présente des risques spécifiques pour la stabilité financière

Préalablement à l'application de mesures réglementaires à la finance parallèle, l'appréhension qualitative et la mesure quantitative des risques constituent une étape nécessaire, rendue particulièrement complexe par la diversité des activités et entités concernées et leur évolution constante, leur échelle bien souvent internationale, ainsi que l'hétérogénéité des statuts juridiques et des sources de données entre juridictions. Le secteur de la finance parallèle peut générer des risques de façon endogène ou transmettre des chocs financiers exogènes.

Les entités et activités de la finance parallèle peuvent générer des risques pour la stabilité financière en premier lieu car ils sont sujets à des mouvements brutaux de retrait de leurs sources de financement qui sont par certains aspects analogues aux phénomènes de *runs*

⁷⁵ Source : Haut conseil de stabilité financière, rapport annuel 2014.

Certaines entités sont sujettes à des phénomènes de run.

bancaires⁷⁶. Dans le cas de la finance parallèle, les phénomènes de *runs* interviennent par retrait du financement sécurisé (par ailleurs considéré par les investisseurs comme des quasi-dépôts) à la suite de la baisse de la valeur de marché des actifs apportés en garantie. À la différence des dépôts en effet, le financement des activités et entités de la finance parallèle n'est par définition pas assuré par une garantie des dépôts et doit donc être renouvelé via les marchés monétaires ou les marchés de *repo*.

L'opacité des chaînes d'intermédiation peut constituer un phénomène aggravant.

Une seconde source de risque de la finance parallèle renvoie aux problèmes d'agences intervenant dans des chaînes d'intermédiation complexes, insuffisamment transparentes et impliquant des acteurs aux statuts, *business models* et incitations hétérogènes. L'asymétrie d'information dans les chaînes d'intermédiation contribue à augmenter la procyclicité. Les structures complexes de titrisation avant la crise financière ont ainsi contribué au relâchement des standards de crédit, à des transferts imparfaits de risque de crédit, et à la création de levier dans des conditions opaques aussi bien pour les contreparties que pour les superviseurs.

Le recours au levier peut contribuer à la procyclicité du système financier

La vulnérabilité des entités et activités de la finance parallèle aux retournements de cycle provient également de leur utilisation de levier, de bilan et synthétique. Quand la valeur des actifs utilisés comme collatéral dans les opérations de financement sécurisé augmente et que le coût de gestion et de renouvellement des positions (marges initiales et appels de marge) est faible, le recours au financement sécurisé permet d'atteindre des niveaux de levier élevés. En cas de retournement, la valeur du collatéral peut chuter brusquement et les marges augmenter fortement, ce qui contraint les contreparties à dénouer leurs positions (*fire sales*) et peut contribuer à amplifier la chute des prix d'actifs. La question du niveau de levier, de sa transparence et de ses modalités (via du crédit bancaire, des expositions en dérivés ou des opérations sur titres) se pose plus particulièrement pour des acteurs tels que les *hedge funds* et les fonds de *private equity*.

Elle peut également constituer un canal de contagion

La transmission du stress financier du secteur de la finance parallèle au reste du système financier peut intervenir via des liens directs ou indirects. Les liens directs correspondent au rôle des activités de finance parallèle dans l'intermédiation bancaire, à la détention par des banques de véhicules de titrisation ou de fonds, aux garanties de financement accordées explicitement ou implicitement par les banques, ainsi qu'à la détention d'actifs bancaires par les entités de la finance parallèle. Des liens indirects existent aussi via des expositions communes à des classes d'actifs ou à des contreparties identiques. L'ensemble de ces connexions créent un canal de contagion voire d'amplification du stress financier. L'opacité et la complexité des opérations, l'illiquidité des actifs apportés en garantie, l'importance des risques opérationnels et la difficulté à assurer la liquidation efficiente (*orderly resolution*) d'une entité de la finance parallèle constitue des facteurs d'amplification.

Afin de prendre la mesure du risque de contagion, le FSB met également en œuvre des mesures de l'étendue des interconnexions de bilan entre les banques et les entités de la finance parallèle :

- le risque de crédit pour les banques (approximé les créances des banques sur les OFI de la finance parallèle rapportées aux actifs totaux) s'établit entre 1 % et 5 % des actifs bancaires selon les juridictions et a globalement décliné entre 2012 (4 300 milliards de dollars) et 2013 (3 900 milliards de dollars) ;
- le risque de financement pour les banques (approximé par la part des passifs bancaires détenus par des OFI) a globalement augmenté en 2013 ;

⁷⁶ Gorton, G. et Metrick, A., Securitized Banking and the Run on Repo, Journal of Financial Economics, 2012.

- le risque de crédit pour les OFI (approximé par les créances des OFI sur les passifs bancaires rapportées à leurs actifs totaux) a connu une baisse dans la majorité des juridictions en 2013 ;
- le risque de financement pour les OFI (approximé par la part du passif des OFI détenus par les banques) s'inscrit également en légère baisse.

Les travaux en cours visent à intégrer la finance parallèle à la mesure du risque systémique

Au total, le risque lié à l'interconnexion entre les deux secteurs apparaît relativement plus grand pour les entités de la finance parallèle que pour le secteur bancaire. Si ce constat apparaît robuste, le détail des conclusions de l'exercice doit être envisagé avec précaution dans la mesure où persistent plusieurs limites méthodologiques. La cohérence entre les mesures de taille et les mesures d'interconnexion reste problématique dans la mesure où les secondes sont calculées sur le périmètre de l'ensemble des OFI, alors que la mesure restreinte est celle qui adhère le mieux à la définition FSB. De plus, l'évolution temporelle de la mesure d'interconnexion est en partie déterminée par le retraitement des titrisations retenues au bilan.

La contribution de la finance parallèle au risque systémique de la zone euro apparaît stable

Afin d'appréhender la contribution de la finance parallèle au risque systémique total, des mesures plus sophistiquées sont d'ores et déjà mises en œuvre pour certaines juridictions. Le FMI⁷⁷ utilise une mesure de contribution marginale au risque systémique. Le système financier d'une juridiction est représenté comme un portefeuille d'institutions dont les valeurs de bilan sont soumises à des facteurs de marché communs. Le risque systémique total correspond à la perte espérée dans les 1 % d'états du monde les plus adverses (*expected shortfall* à 1 %), et à chaque institution financière peut être attribuée une contribution spécifique à ce risque systémique total. Dans ce cadre, il apparaît qu'à fin 2013, la plus forte contribution au risque systémique des États-Unis provient du secteur des assurances et fonds de pension (env. 40 %), puis à des niveaux comparables (env. 30 %) du secteur bancaire et de la finance parallèle (regroupant l'ensemble des *mutual funds* et des *hedge funds*). La contribution de la finance parallèle s'inscrit toutefois en forte hausse depuis 2009, rejoignant presque son niveau pré-crise. En zone euro où l'intermédiation est beaucoup plus bancarisée, le risque systémique reste logé dans les banques (env. 65 %), l'assurance et les fonds de pension en représentent environ 20 % et la finance parallèle environ 15 %, sans tendance notable à la hausse.

2.5.3. Les travaux en cours visent à accroître la transparence des entités et activités de la finance parallèle

Les travaux en cours visent à accroître le périmètre et la qualité des données de supervision...

L'opérationnalisation encore incomplète de la surveillance des risques de la finance parallèle invite la communauté des régulateurs à approfondir les travaux relatifs à la collecte et à l'exploitation des données. La difficulté tient en l'espèce au fait que la surveillance des risques doit être menée de façon transversale au niveau des activités, alors que les données disponibles, la réglementation et les pratiques de supervision font généralement référence aux entités.

A cet égard, plusieurs développements réglementaires et travaux en cours au sein des institutions internationales devraient contribuer à améliorer la transparence sur certaines entités et activités de la finance parallèle, tant pour les investisseurs que pour les superviseurs. Concernant les activités en premier lieu :

- Le règlement EMIR impose depuis février 2014 une déclaration pour les entités financières et non financières de leurs opérations sur produits dérivés auprès d'un référentiel central agréé par l'ESMA. Ce *reporting* comporte à la fois des informations sur les caractéristiques de la transaction et sur les contreparties. Une fois stabilisées,

⁷⁷ Fonds monétaire international (2014), Global Financial Stability Report, octobre 2014.

**...tant côté
activités...**

l'exploitation de ces données permettra au superviseur une meilleure appréhension des risques associés aux opérations sur dérivés, y compris pour les entités de la finance parallèle ;

- ▶ en août 2013, le FSB a publié une série de recommandations⁷⁸ visant à limiter les risques (création de levier en dehors du périmètre prudentiel et renforcement de la procyclicité lors d'épisodes de stress de marché⁷⁹) et améliorer la transparence des opérations de repo et de prêt-emprunt de titres. Ces recommandations ont été déclinées par la Commission européenne dans le projet de règlement européen sur les opérations de financement sur titres (SFTR) en janvier 2014, qui précise les obligations de *reporting* envers les régulateurs (par l'intermédiaire de déclarations aux référentiels centraux) et de transparence vis-à-vis des investisseurs. La finalisation définitive de ces travaux interviendra en 2015 ;
- ▶ à la suite des travaux du Comité de Bâle-OICV et de l'EBA visant à définir les contours d'une titrisation de haute qualité autour de critères de simplicité, de transparence, la Commission européenne a lancé conjointement à l'initiative de l'Union des marchés de capitaux (UMC) une consultation sur la définition d'un cadre européen pour une titrisation simple, transparente et standardisée⁸⁰.

Concernant les entités :

**...que côté
entités**

- ▶ au sein du FSB, le *Workstream 3 Other shadow banking entities* a développé une classification par fonction⁸¹ économique des entités de la finance parallèle qui permettra une meilleure cohérence internationale dans l'identification des entités exerçant ces fonctions économiques ;
- ▶ la directive AIFM harmonise les exigences de transparence vis-à-vis des investisseurs et des superviseurs des FIA. L'exploitation de ces données à des fins de supervision permet d'ores et déjà à certains superviseurs un meilleur suivi du levier et du recours aux dérivés de ces acteurs ;
- ▶ Concernant les fonds monétaires, le règlement sur les fonds monétaires adopté en première lecture par le Parlement européen en mars 2015 prévoit d'imposer des exigences accrues (au moins trimestrielles) de *reporting* aux superviseurs, notamment concernant des résultats de stress tests, les caractéristiques de liquidité de leur actif et de leur passif, les principales contreparties aux opérations de dérivés ;

2.5.4. Un encadrement des risques en cours de finalisation au niveau européen et international

Concernant la prévention des risques de la finance parallèle, les réformes en cours visent à évoluer vers un corpus de règles exhaustif et cohérent internationalement (afin d'éviter les transferts d'activité entre juridictions) et entre activités (afin d'assurer une égalité de traitement entre opérations équivalentes économiquement). Les travaux en cours doivent

⁷⁸ Financial Stability Board (2013), Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking, Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos.

⁷⁹ AMF (2014), Cartographie des risques et tendances sur les marchés financiers, section 1.5.

⁸⁰ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/docs/consultation-document_en.pdf

⁸¹ Les cinq fonctions sont (i) la gestion de véhicules d'investissement collectif présentant des caractéristiques les rendant susceptibles à des runs ; (ii) la fourniture de prêts adossés à un financement de court terme ; (iii) l'intermédiation d'activités de marché dépendante de financement à court terme ou de financement sécurisé des actifs clients ; (iv) la facilitation de la création de crédit ; et (v) l'intermédiation de crédit par titrisation et le financement d'entités financières.

Adapter le cadre réglementaire en fonction des risques identifiés et de l'état du droit.

par ailleurs s'appuyer sur une prise en compte par le droit existant des facteurs de risque associés à la finance parallèle afin de limiter les risques de doublonnage réglementaire. Par exemple, concernant le secteur de la gestion collective européenne, les directives OPCVM et AIFM comprennent d'ores et déjà des dispositions spécifiques (dont une partie importante a été actualisée récemment) relatives à la gestion du risque de déséquilibre entre actif et passif, la limitation du recours au levier ou les limites d'exposition (voir chapitre 4). De façon complémentaire, concernant les activités menées par les gérants, des dispositions non spécifiques à la gestion d'actifs s'appliquent ou s'appliqueront à terme via des réglementations telles que SFTR⁸² pour les opérations sur titres, MIF II pour le trading sur instruments financiers, et EMIR pour les opérations sur dérivés.

Les innovations réglementaires au niveau international traitent des aspects suivants :

Un encadrement des expositions du secteur bancaire aux entités et activités de la finance parallèle

› concernant la réduction des risques liés aux interactions entre banques et entités de la finance parallèle, le Comité de Bâle a finalisé, d'une part, la mise à jour des pondérations en risque des expositions des banques aux fonds d'investissement et, d'autre part, le cadre de mesure et de contrôle des principales expositions (*large exposures*) des banques. Sur ce second point, le cadre général publié en avril 2014 vise à sécuriser les expositions des banques à leurs principales contreparties et intègre une définition plus inclusive des expositions afin de capturer de façon plus cohérente certaines entités de la finance parallèle ;

La réforme des fonds monétaires reste à mener

› concernant la réduction de la sensibilité des fonds monétaires aux phénomènes de *runs*, la Commission européenne a émis une proposition de règlement adoptée en première lecture par le Parlement européen en mars 2015. Le règlement comporte des dispositions relatives aux règles de diversification des actifs, aux exigences de liquidité à un jour et à une semaine, aux actifs éligibles et aux méthodes de valorisation ;

Vers une titrisation plus sûre et transparente

› concernant l'amélioration de la transparence et de l'alignement des incitations dans les activités de titrisation, l'OICV conduit actuellement une revue des mesures prises par les juridictions membres du FSB. Les premiers résultats, basés sur les données à juin 2014, indiquent des progrès substantiels concernant les mesures de rétention du risque et de transparence ainsi que la standardisation. Les réflexions sont par ailleurs enrichies par une prise en compte accrue du rôle de financement de l'économie de la titrisation, comme en témoigne la consultation européenne sur la titrisation lancée conjointe à l'Union des marchés de capitaux ;

› concernant la réduction de la procyclicité et des autres risques pour la stabilité financière dans les opérations sur titres telles que le *repo* et les prêts de titres, le FSB a publié en octobre 2014 un cadre réglementaire pour les marges initiales pour les opérations sur titres non compensées centralement, qui vise à limiter la constitution de levier excessif hors du système bancaire et la procyclicité de ce levier.

Au niveau français, les activités du Haut conseil de stabilité financière (HCSF) contribuent à mieux mesurer et suivre les risques associés à la finance parallèle. A ce stade, le HCSF considère que la finance parallèle ne constitue pas un risque majeur pour le secteur financier français et le financement de l'économie⁸³.

⁸² *Securities financing transactions regulation*.

⁸³ Haut Conseil de Stabilité Financière, Rapport Annuel 2014.

CHAPITRE 3 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

- ▶ Les ménages détiennent une part minoritaire d'actifs risqués dans leur patrimoine financier : moins de 38 %. Ce niveau d'exposition limite le risque de pertes en capital mais risque de contraindre le financement de l'investissement des entreprises, notamment en sortie de crise, avec un impact sur la croissance potentielle. L'augmentation de la richesse par tête résulte en effet à long terme des gains de productivité qui reposent eux-mêmes sur les investissements des sociétés non financières, l'innovation, et la Recherche et développement (R&D) : intrinsèquement des activités risquées.
- ▶ Dans un contexte de taux longs historiquement faibles, certains actifs peu risqués détenus par les ménages peuvent subir des dépréciations en cas de remontée des taux d'intérêt et diminuer ce faisant le patrimoine financier des ménages (cas, par exemple, des obligations).
- ▶ Les marchés en ligne des produits risqués type CFD et Forex, s'ils ne présentent pas d'enjeu macroéconomique, demeurent un danger pour les ménages qui s'y aventurent. Une enquête de l'AMF sur les résultats financiers des investissements des particuliers sur la période 2009-2012 (publiée en octobre 2014) a révélé une perte en capital pour 75 % à 89 % des clients.
- ▶ Le poids du financement participatif au travers du nouveau statut de conseillers en investissements participatifs reste marginal avec seulement 16 plateformes immatriculées, et ne présente pour l'instant pas d'enjeu financier majeur.
- ▶ La frontière entre gestion indicielle et gestion active semble de moins en moins lisible, ce qui soulève un certain nombre de questions autour de la transparence des produits de gestion indicielle et des risques qu'ils posent.

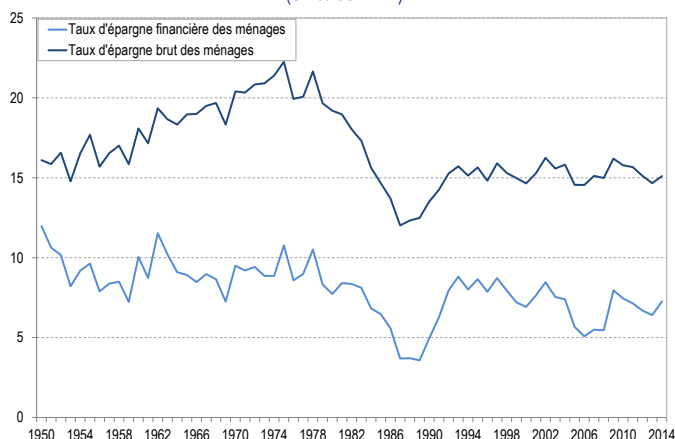
3.1. Du taux d'épargne au patrimoine financier des ménages

Les flux épargnés par les ménages sont, dans la comptabilité nationale, la part non consommée de leur revenu disponible brut (RDB)⁸⁴. En 2014, les ménages français ont épargné 203 milliards d'euros sur les 1 342 milliards d'euros perçus en RDB. Depuis le début des années 1990, le taux d'épargne brut des ménages oscille autour de 15 % (Graphique 48), il s'établit à 15,1 % en 2014, dans la lignée des années précédentes (14,7 % en 2013 et 15,1 % en 2012). La légère diminution entre 2009 et 2013 (- 154 pb⁸⁵) peut s'expliquer par le maintien de la consommation dans un contexte de RDB peu dynamique, mais aussi par la faiblesse du rendement de l'épargne et par les effets de consolidation des finances publiques. Le taux d'épargne financière des ménages est le rapport entre la capacité de financement des ménages et le RDB. La capacité de financement des ménages correspond 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). Le taux d'épargne financière continue à se stabiliser, en 2014 il s'établit à 7,3 %. Ce taux avait connu une baisse marquée entre 2005 et 2008 et s'établissait à 5,4 % par an en moyenne.

⁸⁴ Le revenu disponible brut (RDB) des ménages comprend « l'ensemble des revenus d'activité, des revenus du patrimoine et les prestations sociales, auxquels sont soustraits les impôts directs et les cotisations sociales » (INSEE).

⁸⁵ 1 point de base correspond à une variation de 0,01 %.

Graphique 48: Taux d'épargne brut et taux d'épargne financière des ménages
(en % du RDB)



Source : INSEE.

Le taux d'épargne brut des ménages français est semblable, en niveau, au taux d'épargne allemand (16,3 % en 2013 selon Eurostat). Ces deux pays possèdent des taux d'épargne élevés comparés au reste de la zone euro⁸⁶. Les pays comme l'Espagne et l'Italie présentent des taux d'épargne intermédiaires, oscillant entre 10 et 11 % ces dernières années. A l'inverse, le Royaume-Uni présente un taux d'épargne relativement faible (6,4 % en 2013 selon Eurostat) par rapport aux pays de l'Union européenne et de la zone euro.

Encadré 3 : Des données sujettes à révision

Les données relatives au patrimoine financier des ménages proviennent des comptes financiers nationaux publiés par la Banque de France. Ces données 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 et celles de l'année n-2 sont révisées pour la dernière fois et deviennent définitives. Ceci explique en partie les modifications observées sur les données pour une même année lorsqu'elle est sujette à révision.

De plus, les données des comptes financiers sont évaluées en base 2010 depuis le 15 mai 2014, introduisant des changements différents de ceux induits par la révision régulière des données. Ainsi, la définition de certaines variables et le contour de certains agrégats ont évolué, comparé à la base 2005. Il n'est donc pas anormal d'observer quelques évolutions entre l'analyse faite en 2014 et celle en 2015. À titre d'exemple, les flux nets à destination de l'assurance vie en unités de compte (UC) s'établissait à 3 milliards d'euros en 2008 selon la base 2005 et à -7,6 milliards pour la même année selon la base 2010 (Graphique 55). De même, selon la base 2005, les ménages détenaient 672 millions de titres de créance à court terme en 2013, contre 18 483 millions selon la base 2010.

Ces flux d'épargne contribuent à la constitution du patrimoine économique et financier des ménages. Ainsi, le patrimoine économique des ménages français s'élevait à 10 238 milliards d'euros fin 2013⁸⁷ (Tableau 4). Celui-ci croît régulièrement au fil des années mais à un rythme de moins en moins soutenu : la croissance annuelle moyenne entre 2008 et 2013 s'établissait à 3 % contre 11,4 % pour la période 2002 – 2007. Ce ralentissement est essentiellement dû à la stagnation du patrimoine non financier qui représente une part importante du patrimoine total (70 % en 2013).

⁸⁶ Le taux d'épargne brut des ménages de la zone euro s'élevait en 2014 à 12,7 % selon Eurostat.

⁸⁷ Les données concernant le patrimoine non financier des ménages en 2014 seront disponibles à l'été 2015, après publication de cette cartographie ; en conséquence le patrimoine non financier des ménages est décrit ici pour l'année 2013.

L'inertie du patrimoine non financier peut s'expliquer par l'importance de l'immobilier (95 % du patrimoine non financier), investissement privilégié des ménages français qui représente 66 % du patrimoine total en 2014 contre 53 % en 1998.

Tableau 4 : Évolution et structure des patrimoines économique et financier des ménages

	2013		2014		Évolution				
	En milliards d'euros	en %	En milliards d'euros		2002-07 moy. /an en %	2008-13 moy. /an en %	2011-12 en %	2012-13 en %	2013-14 en %
Actifs non financiers (ANF), dont :	7 126	70	nd		13,2	1,9	-1,3	-0,1	nd
Constructions et terrains, dont :	6 760	66	nd		13,9	2,0	-1,3	-0,1	nd
Logements	3 356	33	nd		7,2	2,9	2,8	1,6	nd
Terrains bâtis	3 084	30	nd		23,2	1,6	-4,8	-1,4	nd
Actifs financiers (AF), dont :	4 465	44	4 599		7,8	4,8	4,8	4,7	3,0
Numéraires et dépôts	1 246	12	1 269		3,5	3,2	3,9	2,2	1,9
Titres hors actions	81	0,8	76		-3,9	2,4	11,2	-4,9	-7,0
Crédits	28	0,3	29		3,4	-1,6	2,5	3,5	3,5
Actions et titres d'OPCVM, dont :	1 220	12	1 245		11,5	6,3	13,0	8,0	2,0
Actions, dont :	926	9	962		13,7	7,6	13,4	8,6	3,9
Actions cotées	181	2	192		12,7	10,6	15,0	18,8	5,9
Actions non cotées	386	4	398		15,6	7,2	19,1	17,0	3,1
Autres participations	359	4	372		11,4	6,7	8,2	-3,1	3,9
Titres d'OPCVM, dont:	295	3	283		5,7	2,8	11,7	5,9	-4,0
Titres d'OPCVM monétaires	11	0,1	9		2,1	-28,9	-35,7	-14,2	-21,3
Titres d'OPCVM non monétaires	284	3	274		6,4	7,6	15,8	6,9	-3,3
Provisions techniques d'assurance, dont:	1 630	16	1 694		10,3	4,8	3,3	3,8	3,9
Assurance vie et fonds de pension	1 530	15	1 591		10,4	4,8	3,2	3,8	4,0
Autres comptes à recevoir	259	3	286		3,9	7,9	-15,2	12,3	10,5
Ensemble des actifs (A) = (ANF) + (AF)	11 591	113	nd		11,1	3,0	0,9	1,7	nd
Passifs financiers (PF), dont :	1 353	13	1 369		8,5	2,6	-1,8	2,2	1,2
Numéraires et dépôts	-	-	-		-	-	-	-	-
Titres hors actions	-	-	-		-	-	-	-	-
Crédits	1 158	11	1 178		10,0	3,9	2,1	2,0	1,8
Actions et titres d'OPCVM (Passif en actions)	-	-	-		-	-	-	-	-
Provisions techniques d'assurance	-	-	-		-	-	-	-	-
Autres comptes à payer	195	2	191		3,8	-3,5	-20,3	3,0	-2,3
Patrimoine financier net = (AF) - (PF)	3 112	30	3 230		7,6	5,8	8,0	5,9	3,8
Patrimoine (ou valeur nette) = (A) - (PF)	10 238	100	nd		11,4	3,0	1,3	1,6	nd

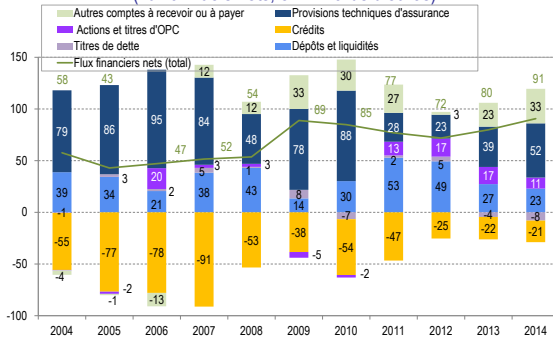
Note de lecture : « - » indique un actif non détenu et « nd » signifie « non disponible » à la date de rédaction.

Sources : INSEE, Banque de France, Comptes nationaux, base 2010, calculs AMF.

Le patrimoine financier net des ménages en 2014 (3 230 milliards d'euros) résulte de la différence entre les actifs financiers détenus et les passifs financiers. Ce patrimoine augmente d'année en année mais le rythme de croissance décroît (Tableau 4). Ainsi, les flux nets épargnés par les ménages sont en hausse de 11 milliards d'euros, passant de 80 milliards d'euros en 2013 à 91 en 2014 (Graphique 49). Cependant cette tendance résulte en partie d'une diminution des flux de crédits depuis 2010, ces derniers s'élevaient à 21 milliards d'euros en 2014 après 54 milliards d'euros en 2010. Le Graphique 50 confirme cette tendance avec une diminution de 2 milliards d'euros des flux des principaux placements financiers entre 2013 et 2014.

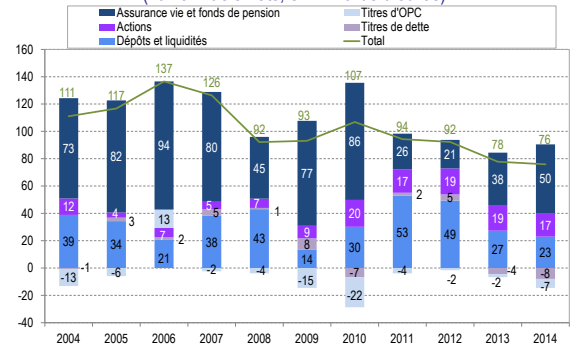
Ainsi, la hausse du patrimoine financier net des ménages (Graphique 51) s'explique davantage par un effet de valorisation des actifs financiers plutôt que par une augmentation des volumes investis. De plus, l'endettement des ménages français continue de croître, à travers les crédits bancaires, s'élevant à 1 149 milliards d'euros en 2014, soit 35,6 % du patrimoine financier net, contre 32,5 % en 2007.

Graphique 49 : Placements financiers nets des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



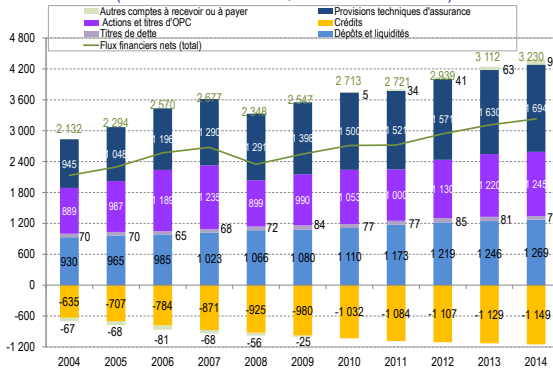
Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Graphique 50 : Principaux placements financiers nets des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



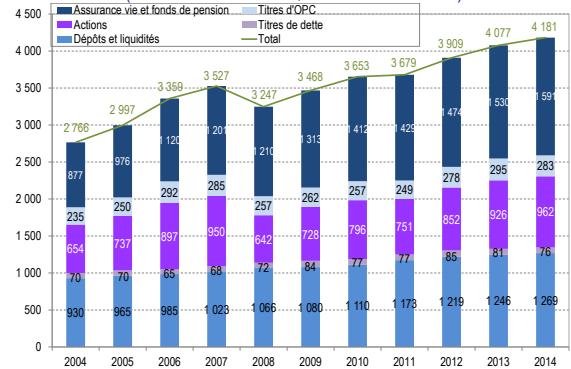
Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Graphique 51 : Patrimoine financier net des ménages
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Graphique 52 : Principaux encours financiers nets des ménages
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

3.2. Les flux de placements des ménages toujours orientés vers l'assurance vie et les dépôts bancaires

Les flux de placements financiers des ménages poursuivent leur baisse

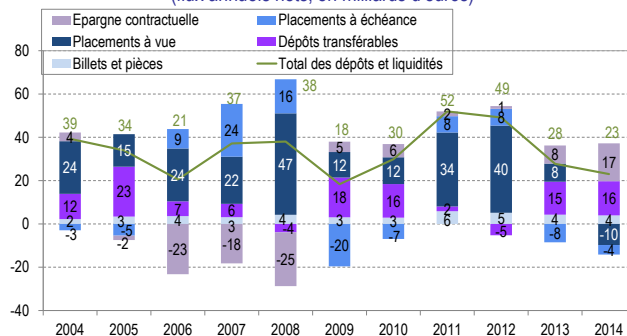
Depuis 2010, les principaux flux nets de placements financiers des ménages se sont réduits pour atteindre 76 milliards d'euros en 2014 (Graphique 50), le niveau le plus bas depuis 2000 (68 milliards d'euros). Malgré une hausse du taux d'épargne financière, la réduction des flux nets de placements financiers en 2014 s'explique par une importante décollecte sur les titres de dette et d'OPC. Les montants nets placés par les ménages ont donc décliné de manière continue ces dernières années, et la composition des flux nets de placements s'est transformée. Face aux incertitudes économiques, les ménages français ont adopté depuis la crise financière un comportement prudent en délaissant les actifs les plus risqués, au profit d'actifs plus sûrs. Cette réallocation s'est traduite par un net regain d'intérêt pour les produits de l'assurance vie⁸⁸ notamment en euros, ainsi que pour l'épargne bancaire (épargne réglementée et épargne contractuelle) malgré la diminution observée depuis 2012 des flux à destination de ce placement.

Les relèvements des plafonds du Livret A et du Livret de développement durable en 2011 et 2012 ont engendré une hausse des flux en direction de l'épargne réglementée et des placements bancaires en général. Depuis 2013, la tendance semble s'inverser suite aux

⁸⁸ L'assurance vie est mesurée par une partie des provisions techniques d'assurance : les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie et les droits nets des ménages sur les réserves techniques de fonds de pension.

baisses successives des taux de rémunération de l'épargne réglementée : 1 % en nominal⁸⁹ fin 2014 pour le Livret A. Cette réduction des flux de placements financiers à destination des dépôts bancaires s'est accompagnée d'importants mouvements de réallocation (Graphique 53). Les placements à vue, principalement composés de l'épargne réglementée, ont subi la plus forte baisse depuis 3 ans. Alors qu'ils enregistraient une collecte nette de 40 milliards d'euros en 2012, les placements à vue présentent pour 2014 une décollecte de 10 milliards d'euros. Simultanément, les flux de placements à destination de l'épargne contractuelle, composée principalement des plans d'épargne logement (PEL), progressent grâce à un taux brut de rémunération qui se maintient à 2,5 % en 2014. Les dépôts transférables captent près de 70 % des principaux flux nets de placements financiers bancaires. Ils sont constitués de l'ensemble des dépôts qui peuvent être convertis immédiatement en numéraire ou qui sont transférables par chèque ou virement sans frais.

Graphique 53 : Principaux placements financiers bancaires
 (flux annuels nets, en milliards d'euros)



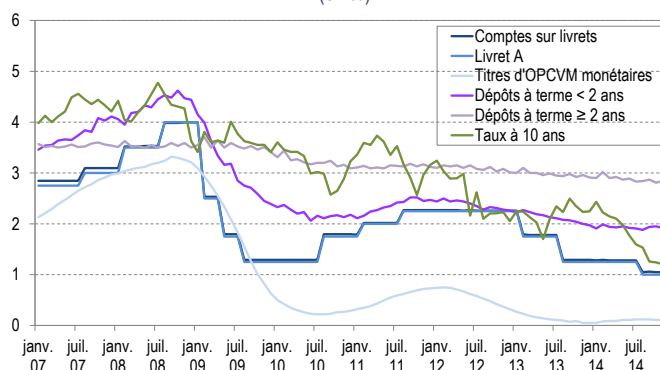
Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Les produits de l'assurance vie enregistrent une forte hausse

En parallèle, les produits de l'assurance vie délaissés en 2011 et 2012, enregistrent une collecte en forte hausse, comparée aux années antérieures. La faiblesse des taux directeurs en zone euro (Graphique 54) et aux États-Unis, et le relèvement des taux rémunérant l'épargne réglementée en 2011 et 2012 avaient réduit l'attractivité de l'assurance vie et des placements financiers tels que les titres de dettes ou monétaires. La baisse des taux de rémunération de l'épargne réglementée en 2013 et 2014 a entraîné un regain d'intérêt pour l'assurance vie, comme en atteste les flux de placements des ménages. Ainsi, depuis 2013, la part des flux de placements consacrés à l'assurance vie progresse et devient supérieure à la part allouée aux dépôts bancaires. A eux deux, ils constituent 96 % des flux nets de placements financiers des ménages en 2014. A l'inverse, les titres d'OPC et les titres de dettes font l'objet de cessions nettes en 2014 (Tableau 4), comme ce fut déjà le cas en 2013. L'environnement de taux bas accélère la décollecte nette sur ces actifs, en particulier les organismes de placements collectifs (OPC) monétaires dont les rendements sont de plus en plus faibles.

⁸⁹ Avec un taux d'inflation de 0,5 % en 2014 selon l'INSEE, le rendement réel du livret A reste positif et s'établit à 0,5 %.

Graphique 54 : Rémunération nominale de quelques placements
(en %)



Sources : Banque de France, Datastream, AMF.

Par ailleurs, les taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts de l'État français sont désormais inférieurs au taux de rémunération du Livret A. Ce contexte de taux longs historiquement bas peut être source de risques pour les assureurs ou les banques. En effet, si les taux d'intérêt restaient durablement faibles, les assureurs vie et les établissements bancaires pourraient être confrontés à une inadéquation entre leurs passifs qui sont garantis (la durée de la garantie peut être très longue selon les contrats) et leurs actifs dont la rémunération peut être très faible. En cas de remontée des taux, les assureurs vie et les banques pourraient ne pas être en mesure d'ajuster aussitôt leurs taux de rémunération et s'exposer à un risque de décollecte. Pour les ménages, les taux longs historiquement bas peuvent aussi présenter un risque de perte en capital. Certains actifs peu risqués comme les obligations peuvent en effet subir des dépréciations en cas de remontée des taux d'intérêt.

Encadré 4 : De nouveaux produits apparus en 2014 participent au regain d'intérêt pour l'assurance vie

Afin de mobiliser davantage l'épargne des ménages au service du financement de l'économie et de la croissance sur le long terme, la réforme de l'assurance vie prévoit la création de deux nouveaux produits, à travers divers décrets et ordonnances promulgués entre juin et septembre 2014⁹⁰ :

- ▶ Les fonds eurocroissance comportent à la fois des supports en euros et des supports en unités de compte. Le capital peut être investi dans un fonds eurocroissance, auquel cas le capital est garanti à 100 % pour une durée de placement au moins égale à 8 ans, ou dans un fonds croissance avec un capital qui n'est que partiellement garanti (au minimum 80 % garantis) au terme d'une durée d'au moins 8 ans.
- ▶ Les contrats vie génération sont intégralement investis dans des supports en unités de compte et au moins 33 % doivent être investis pour le financement des PME-ETI, dans le logement intermédiaire et social, et dans les entreprises de l'économie sociale et solidaire.

Le succès de ces nouveaux produits reste néanmoins relatif avec respectivement 35 % et 20 % du marché de l'assurance vie commercialisant les contrats eurocroissance et vie génération.

Les actions cotées enregistrent pour leur première collecte positive depuis 3 ans

Enfin, s'agissant des actifs plus risqués, les actions cotées enregistrent pour la première fois depuis 3 ans une collecte positive (+ 6 705 milliards d'euros en 2014) malgré un indice CAC 40 peu dynamique sur l'année 2014 (Graphique 55). Les actions non cotées et les autres participations présentent aussi une collecte nette positive mais en baisse par rapport à 2013 (+ 3 414 milliards d'euros en 2014 contre + 8 921 en 2013 pour les actions non cotées et + 7 141 milliards d'euros en 2014 contre + 14 646 en 2013 pour les autres participations⁹¹).

⁹⁰ La réforme de l'assurance vie s'est faite au terme de l'ordonnance n° 2014-696 du 26 juin 2014 favorisant la contribution de l'assurance vie au financement de l'économie et du décret n° 2014-1011 du 5 septembre 2014 qui permet la mise en place du nouveau contrat d'assurance vie libellé en unités de compte, visant à diriger l'épargne vers le financement des entreprises (<http://www.economie.gouv.fr/cedef/assurance-vie>)

⁹¹ Les autres participations rassemblent toutes formes de participations aux sociétés de capital autres que les actions : parts de SARL, de sociétés en commandite simple, de sociétés en nom collectif, de sociétés civiles, coopératives ou mutualistes.

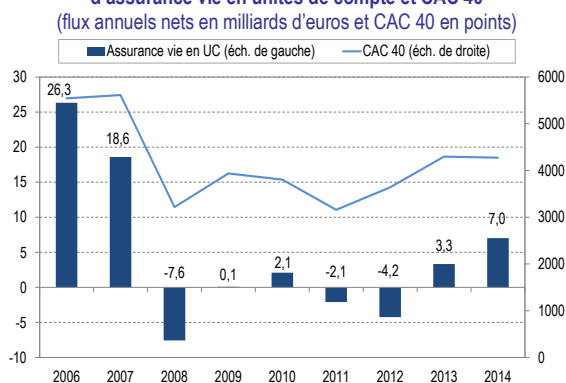
3.3 Un patrimoine des ménages majoritairement composé de contrats d'assurance vie et de dépôts bancaires

En 2014, l'encours total net des principaux placements des ménages s'élevait à 4 181 milliards d'euros contre 4 077 en 2013, soit une augmentation de 2,6 %. Depuis 2008, la structure des principaux placements des ménages est stable (Graphique 52) et montre un attrait toujours prononcé pour l'assurance vie et les dépôts bancaires. Fin 2014, ces deux placements représentaient 68 % des principaux encours financiers nets des ménages. Parmi ces 68 %, 38 sont à destination de l'assurance vie et 30 pour les dépôts bancaires. Les autres types de placement (titres de dettes, actions et titres d'OPC) représentent donc 32 % des principaux encours nets des ménages.

La collecte de l'assurance vie en unités de compte a plus que doublé

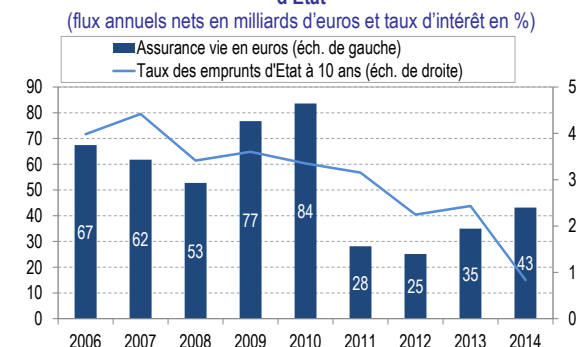
Du côté de l'assurance vie, la collecte nette sur les supports en unités de compte repart à la hausse après trois années de décollecte (2011 et 2012) ou de collecte faible (2013), (Graphique 55). En 2014, les flux nets de placements à destination des supports en unités de compte se sont élevés à 7 milliards d'euros. Entre 2008 et 2014, le cumul de ces flux s'établit à - 1,4 milliard d'euros tandis que les encours d'assurance vie en unité compte ont progressé de 22,7 % sur la même période grâce à la reprise des marchés d'actions et aux effets de valorisation. La collecte nette sur les contrats d'assurance vie en euros progresse également avec 43 milliards d'euros en 2014 (Graphique 56) mais demeure éloignée de son niveau de 2010 (84 milliards d'euros) avec un rendement des contrats d'assurance vie en euros qui continue de diminuer (2,5 % en moyenne en 2014 selon la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA) contre 2,9 % en 2013).

Graphique 55 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en unités de compte et CAC 40



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, Datastream, calculs AMF.

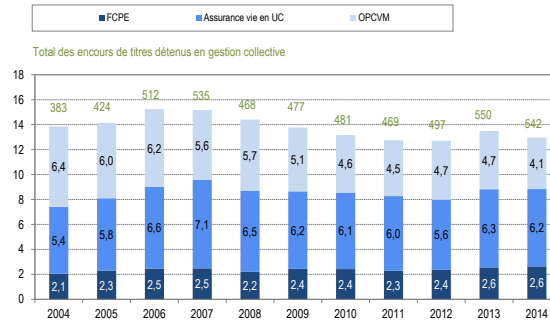
Graphique 56 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en euros et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, Datastream, calculs AMF.

Fin 2014, les encours nets des placements des ménages relevant de la gestion collective (contrats d'assurance vie en unités de compte, titres d'OPC détenus directement et fonds communs de placement d'entreprise (FCPE)) se sont élevés à 542 milliards d'euros (Graphique 57), soit 13 % des principaux encours nets des ménages. Cette part est relativement stable depuis le début des années 2000 et oscille autour de 14 % des principaux encours nets. Parmi ces encours, 48 % proviennent de l'assurance vie en unités de comptes, 32 % des titres d'OPC détenus de façon directe et 20 % des FCPE. Après une hausse prononcée du poids des contrats d'assurance vie en unités de compte entre 2012 et 2013, celui-ci semble s'être stabilisé entre 2013 et 2014. Il faut noter par ailleurs la diminution de la part des titres d'OPC, en lien avec les décollectes observées sur ces actifs.

Graphique 57 : Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans les principaux encours financiers des ménages
(poids en % et encours nets en milliards d'euros)

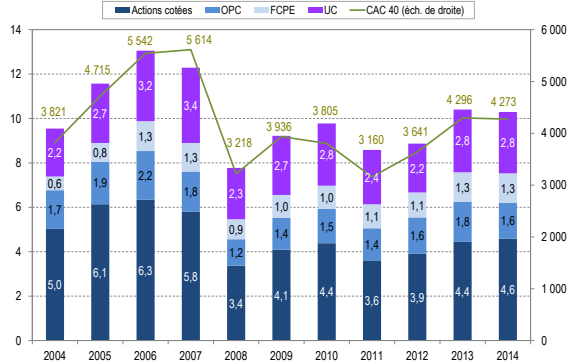


Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, AFG, FFSA et calculs AMF.

En 2014, la détention globale d'actions en direct (actions cotées, actions non cotées et autres participations) et en indirect (à travers les FCPE, les OPC et les supports d'assurance vie en unités de compte) s'est élevée à 1 201 milliards d'euros, soit 28,7 % des principaux encours financiers nets des ménages, pourcentage identique à celui de 2013.

Une fois exclues les actions non cotées et les autres participations⁹², la détention globale d'actions ne s'élève plus qu'à 430,5 milliards d'euros en 2014, soit 10,3 % des principaux encours nets des ménages (Graphique 58). La part des actions au sein des principaux encours nets des ménages s'est stabilisée en 2014 après une forte hausse entre 2012 et 2013 (+ 77,5 milliards d'euros).

Graphique 58 : Poids des actions détenues de façon directe et indirecte dans les principaux encours financiers des ménages ventilés par type de support
(poids en % des encours nets en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, AFG et calculs AMF.

La détention d'actions par les ménages français se maintient donc entre 2013 et 2014. Depuis 2010, les décisions d'investissement des ménages semblent moins liées aux performances boursières. Alors que de 2001 à 2009, les ménages adoptaient un comportement procyclique⁹³ consistant à acquérir des actions durant les phases hautes du cycle boursier et à s'en défaire en période de baisse des indices boursiers, cette tendance n'apparaît plus depuis 2011.

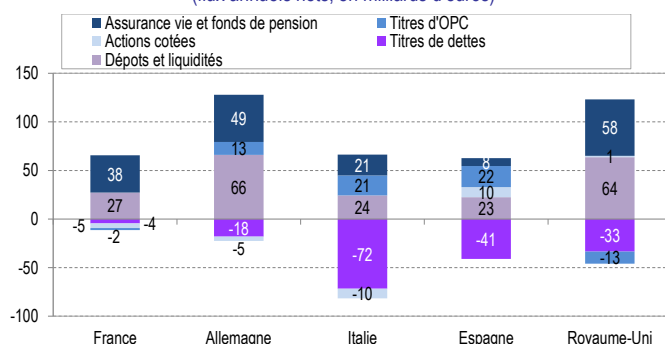
⁹² Les actions non cotées et autres participations ne faisant pas l'objet d'une évaluation sur une place financière, leur appréciation est mal aisée, c'est pourquoi elles sont exclues de l'analyse détaillée.

⁹³ Voir la « cartographie 2014 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne ».

3.4. Comparaison internationale des comportements des ménages

Les comparaisons internationales 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 de 2013⁹⁴. La structure des flux de placement des ménages européens se révèle très hétérogène (Graphique 59). Les ménages français, allemands et britanniques consacrent une part importante de leur épargne à l'assurance vie et aux dépôts bancaires, alors que les ménages espagnols et italiens ont un attrait plus prononcé pour les titres de dette et d'OPC.

Graphique 59 : Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2013
(flux annuels nets, en milliards d'euros)

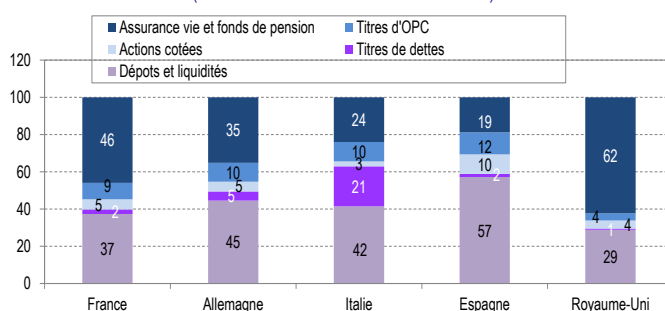


Sources : Banque de France, Bundesbank, ONS, Banque d'Espagne et Eurostat comptes financiers pour l'Italie, calculs AMF.

Cet intérêt des ménages espagnols et italiens pour les titres de dette s'explique par une offre abondante d'obligations (notamment de titres publics) et une fiscalité incitative. Cependant les titres de dette ont fait l'objet de cessions importantes depuis 2012.

Ces divergences internationales observées au niveau des flux d'épargne des ménages se retrouvent à l'échelle des encours nets détenus (Graphique 60). Ainsi, la France et l'Allemagne se caractérisent par une part importante de l'assurance vie⁹⁵ et des dépôts bancaires au sein des principaux encours détenus par les ménages. Au Royaume-Uni ce sont les fonds de pension et les dépôts bancaires qui captent une part substantielle des principaux encours. Ce poids important des fonds de pension est d'autant plus prononcé au Royaume-Uni, où le système de retraite repose principalement sur la capitalisation.

Graphique 60 : Structure des principaux encours financiers des ménages en 2013 dans quelques pays européens
(en % du total des encours considérés)



Sources : Banque de France, Bundesbank, ONS, Banque d'Espagne et Eurostat, comptes financiers, calculs AMF.

⁹⁴ Toutes les données n'étant pas disponibles pour l'année 2014, les comparaisons internationales portent sur l'année 2013.

⁹⁵ L'assurance vie est mesurée par une partie des provisions techniques d'assurance : les droits nets des ménages sur les réserves techniques d'assurance vie et les droits nets des ménages sur les réserves techniques de fonds de pension.

L'Espagne se caractérise par la place prépondérante qu'occupent les dépôts bancaires au sein des principaux encours des ménages, reflet du rôle significatif de l'intermédiation bancaire traditionnelle. L'Italie présente la répartition la plus équilibrée, avec un attrait un peu plus prononcé pour les dépôts bancaires. Malgré les cessions de titres de dette depuis 3 ans, les ménages italiens détiennent une part d'obligations plus importante que leurs voisins européens.

3.5. La part d'actifs risqués détenue par les ménages reste stable

Le patrimoine des ménages est constitué d'un ensemble de produits financiers ayant des caractéristiques différentes en termes de liquidité, de rendement, 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 des ménages varie, selon l'actif financier considéré⁹⁶, 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), et le 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 5).

Encadré 5 : Risque en capital associé aux actifs financiers détenus par les ménages

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 vie 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 car en théorie, l'intégralité de la valeur du capital investi en actions peut être perdue si personne ne se porte acquéreur lorsque l'épargnant souhaite les céder. Les actions cotées font partie 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.

⁹⁶ Voir Encadré 5.

Afin de d'évaluer le degré d'exposition au risque en capital des ménages, deux aperçus sont proposés, le second se veut plus précis et tente de décomposer les chaînes d'intermédiation intervenant dans la gestion du patrimoine financier.

Tableau 5 : Structure des risques financiers portés par les ménages

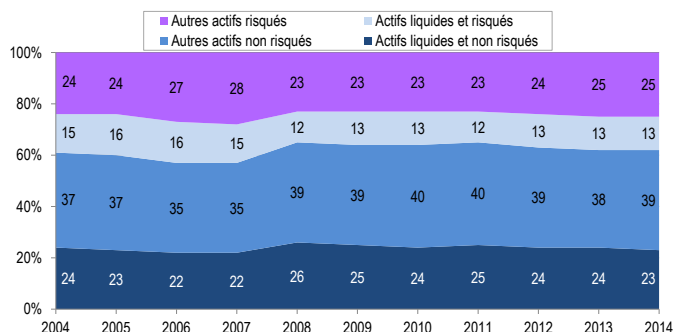
	2013		2014		Évolution				
	en milliards d'euros	en %	en milliards d'euros	en %	2002-07 moy./an	2008-14 moy./an	2011-12 en %	2012-13 en %	2013-14 en %
Actifs liquides et non risqués	970	23,8	978	23,4	5,3	2,5	3,4	2,7	0,8
Numéraire	61	1,5	65	1,6	6,7	7,0	2,8	7,5	6,5
Autres*	8	0,2	8	0,2	3,1	-6,2	2,7	-5,1	-0,4
Dépôts à vue	303	7,4	319	7,6	6,7	7,0	-1,9	5,2	5,4
Placements à vue	588	14,4	578	13,8	6,4	3,3	7,8	1,4	-1,7
Titres d'OPC monétaires	11	0,3	9	0,2	2,1	-27,7	-35,7	-14,2	-21,3
Autres actifs non risqués	1 561	38,3	1 631	39,0	6,7	4,1	3,6	1,2	4,5
Comptes à terme	65	1,6	61	1,5	6,3	-4,9	8,8	-11,5	-6,7
Épargne contractuelle (PEL, PEP)	221	5,4	239	5,7	-2,5	3,1	0,6	4,0	7,9
Assurance vie en euros	1 275	31,3	1 332	31,9	9,8	4,9	3,9	1,5	4,5
Actifs liquides et risqués	546	13,4	542	13,0	6,7	6,1	14,7	8,5	-0,8
Titres de créance	81	2,0	76	1,8	-3,9	0,8	11,2	-4,9	-7,0
Actions cotées, dont :	181	4,4	192	4,6	12,7	9,8	15,0	18,8	5,9
<i>Actions cotées françaises</i>	167	4,1	176	4,2	12,5	9,9	15,5	19,7	5,1
Titres d'OPC non monétaires	284	7,0	274	6,6	6,4	5,7	15,8	6,9	-3,3
Autres actifs risqués	1 000	24,5	1 030	24,6	13,7	5,6	9,5	8,9	3,0
Actions non cotées	386	9,5	398	9,5	15,6	6,5	19,1	17,0	3,1
Autres participations	359	8,8	372	8,9	11,4	6,2	8,2	-3,1	3,9
Assurance vie en UC	255	6,3	259	6,2	12,9	3,5	-0,5	16,7	1,6
Total des principaux encours financiers des ménages	4 077	100	4 181	100	8,8	2,4	6,2	4,3	2,6

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 2010, calculs AMF

Le patrimoine financier des ménages s'avère relativement peu risqué

Une première vision de l'exposition au risque en capital du patrimoine des ménages peut être obtenue en classant les différents actifs détenus selon leur degré de liquidité et de risque en capital (Tableau 5). Ainsi, le patrimoine financier des ménages s'avère relativement peu risqué : les actifs non risqués représentent 62 % des principaux encours financiers des ménages fin 2014. La part des actifs non risqués est, depuis plusieurs années, relativement importante et se stabilise depuis 2008 autour de 62 - 65 % (Graphique 61).

Graphique 61 : Structure des risques financiers portés par les ménages (en % de l'ensemble des principaux encours financiers)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

La part des actifs non risqués a connu un rebond marqué entre 2007 et 2008 passant de 57 % de l'ensemble des principaux encours financiers à 65 %, et diminue très légèrement depuis. À l'inverse, les actifs risqués ont vu leur part décroître à la suite de la crise financière : 38 % des principaux encours fin 2014, contre 43 % en 2007. Cela peut

s'expliquer par deux phénomènes. Les périodes de crises se caractérisent en effet par des tendances de « fuite vers la qualité » (*flight to quality*) et de « fuite vers la liquidité » (*flight to liquidity*) qui se traduisent par un retrait des capitaux investis en actifs risqués au profit des actifs sûrs. La baisse de la demande d'actifs risqués au profit d'actifs sûrs conduit à une dégradation de la valeur des actifs risqués augmentant mécaniquement le poids des actifs non risqués, qui ne sont pas sujets à des effets de valorisation. Parmi les actifs non risqués, la part des OPC monétaires chute depuis une dizaine d'années et l'épargne contractuelle reste stable, tandis que la part de l'assurance vie en euros progresse et celle des placements à vue diminue légèrement.

Un autre aperçu du risque en capital peut être obtenu en recourant à l'estimation de la décomposition de la chaîne d'intermédiation des titres détenus par les ménages. Pour ce faire, la classification des actifs financiers détenus par les ménages en fonction de leur degré de risque est présentée dans le Tableau 6, dans lequel le risque est croissant avec le niveau de l'indice : la classe de risque 1 regroupe donc les actifs faiblement risqués.

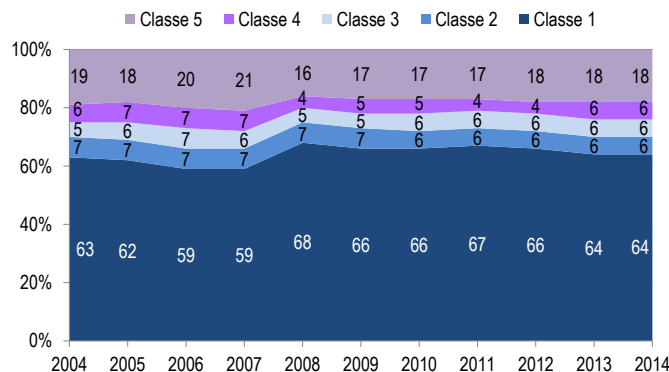
Tableau 6 : Présentation des classes de risque

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 actifs financiers détenus par les ménages selon la grille de risque définie, les résultats suivants sont obtenus (Graphique 62).

Graphique 62 : Évolution du poids des placements financiers selon leur classe de risque (en % des principaux encours financiers)



Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

Cette seconde évaluation confirme l'analyse faite précédemment, le patrimoine financier des ménages est relativement peu risqué et la tendance est à la stabilité. Les actifs les moins risqués représentent 64 % des principaux placements financiers des épargnants fin 2014. Depuis 2007 et le recul des actifs de classe 4 et 5 détenus par les ménages au profit des

actifs de classe 1, la répartition des actifs au sein des différentes classes reste stable, bien qu'un réajustement de la part des actifs de risque 1 puisse être observé. Cette répartition des actifs implique une faible exposition au risque de perte en capital des ménages, mais celle-ci peut contraindre le financement de l'investissement des entreprises, notamment en sortie de crise, avec un impact sur la croissance potentielle. L'augmentation de la richesse par tête résulte en effet à long terme des gains de productivité qui reposent eux-mêmes sur les investissements des sociétés non financières, l'innovation, et la Recherche et développement (R&D) : intrinsèquement des activités risquées.

3.6. Dangers du trading en ligne d'instruments financiers spéculatifs

Une étude exclusive sur les résultats des particuliers investissant sur les CFD et le Forex

En 2014, l'AMF a réalisé une étude afin de disposer, pour la première fois, d'une évaluation des résultats financiers des investissements effectués par les particuliers sur le Forex et les CFD (*Contract For Difference* ou « contrats sur la différence ») auprès de 4 prestataires agréés, dont 3 ayant une taille significative⁹⁷. L'échantillon comptait près de 15 000 investisseurs particuliers, clients de sites internet autorisés à proposer des investissements sur le Forex ou via des CFD.

Les résultats ont montré que, sur la période étudiée (de 2009 à 2012), l'essentiel de ces investisseurs a généré des pertes financières. Ainsi, sur une période d'un an, le pourcentage de clients perdants varie, selon les prestataires et les années, de 75 % à 89 %. Les constats sont édifiants : de 2009 à 2012, pour près de 9 clients sur 10, le trading sur le Forex et les CFD a généré des pertes financières.

Les principaux résultats sur quatre ans pour la clientèle des établissements interrogés sont les suivants :

- un taux de clients perdants de plus de 89 %;
- une perte moyenne de près 10 900 euros par client ;
- une perte médiane de 1 843 euros par client.

Sur ces 4 ans, 13 224 clients ont perdu au total près de 175 millions d'euros, soit une perte de 13 200 euros par client perdant, tandis que les 1 575 clients restants ont gagné au total 13,8 millions d'euros, soit un gain de 8 800 euros par client gagnant.

L'étude a également montré que les clients ayant passé le plus grand nombre d'ordres ou des ordres de taille plus importante ont perdu davantage. Ainsi, les investisseurs ayant passé au moins 250 ordres sur 4 ans ont perdu en moyenne 18 741 euros. Ceux ayant passé 1 000 ordres ou plus ont perdu en moyenne 31 349 euros. Par ailleurs, les particuliers ayant passé des ordres de plus de 10 000 euros ont perdu en moyenne 14 876 euros et ceux dont les ordres ont dépassé les 50 000 euros ont perdu en moyenne 28 318 euros.

Dernier constat contredisant l'idée qu'il est possible d'apprendre à mieux *trader* avec l'expérience : la persévérance n'a pas été payante pour les 1 881 clients qui sont restés actifs sur chacune des 4 années de l'étude puisqu'ils ont amplifié leurs pertes moyennes au fil des années (Tableau 7).

⁹⁷ <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F677d4221-e377-4804-9c10-752c94495b51>

Tableau 7 : Résultats pour la clientèle active tous les ans sur la période 2009-2012.

Période	Nombre de clients	Part de clients perdants	Résultat moyen en
Uniquement 2009	1 881	82,51%	-4 989 €
De 2009 à 2010	1 881	85,49%	-10 183 €
De 2009 à 2011	1 881	85,06%	-16 386 €
De 2009 à 2012	1 881	87,56%	-26 745 €

Cette étude, qui n'a porté que sur des acteurs régulés, a donc confirmé le niveau de risque extrêmement élevé de ces instruments financiers, peu adaptés à la grande majorité des investisseurs particuliers.

Encadré 6 : CFD, options binaires, Forex : rappel des principales caractéristiques et des principaux risques de ces produits

- ▶ Un **CFD** (*Contract For Difference*), ou « contrat sur la différence », est un contrat financier négocié de gré à gré par lequel l'investisseur acquiert le droit de percevoir, ou l'obligation de payer, l'écart entre la valeur du sous-jacent (une paire de devises, une action, un indice boursier etc) au moment de la vente du CFD et sa valeur au moment de son achat. Les CFD sont des produits risqués, en raison notamment de l'effet de levier qui est proposé pour amplifier les gains ou les pertes.
- ▶ Une **option binaire** est un instrument financier négocié de gré à gré pouvant générer un gain connu à l'avance ou la perte totale de la somme engagée, selon la réalisation ou non d'une condition. L'investisseur doit se positionner sur la direction que le prix d'un actif sous-jacent (par exemple une devise, une action, une matière première, un indice etc) prendra avant l'expiration de l'option.
- ▶ Le **Forex** (contraction des termes anglais FOReign EXchange) est un marché financier sur lequel les devises (158 monnaies, dont le Dollar américain, l'Euro, le Yen japonais etc) s'échangent 24h sur 24. Les taux de change entre les différentes devises varient sans cesse : les échanges se font de gré à gré entre les différents intervenants professionnels (les banques et les établissements financiers, les banques centrales, les grandes entreprises, les investisseurs institutionnels). Les indicateurs influant ce marché sont multiples et leurs effets sur les variations des taux de change sont difficiles à anticiper.
Les particuliers peuvent parier sur les évolutions du Forex via des plateformes de trading en ligne. Pour cela, ils ont le choix entre différents instruments dérivés tels que :
 - les CFD sur paires de devises,
 - les options binaires sur paires de devises
 - ou le « Rolling Spot Forex »⁹⁸.

L'investissement sur des CFD ou du Forex comporte un certain nombre de risques tels que :

- ▶ Le risque de perte supérieure au montant déposé sur le compte : du fait de l'existence d'un effet de levier important, l'investisseur peut s'exposer à l'évolution d'un actif sous-jacent pour des sommes jusqu'à 400 fois supérieures au montant qu'il a investi. Ainsi l'effet de levier lui permettra d'amplifier ses gains mais aussi ses pertes qui peuvent alors être largement supérieures au montant déposé sur le compte ;
- ▶ Le risque de liquidité : dans la mesure où l'investisseur traite des CFD ou du Forex face à un *market maker*, la liquidité du produit sera limitée à ce que ce *market maker* propose.
- ▶ Le risque de contrepartie : le fournisseur de CFD/Forex est la contrepartie de la transaction effectuée face au client ; dans l'hypothèse où le fournisseur ferait faillite, le risque de contrepartie se matérialiserait. A cet égard, avant de s'engager, il est important que l'investisseur dispose de tous les éléments d'information sur les mécanismes de garantie des sommes déposées en cas de défaillance de l'intermédiaire financier. Il est rappelé que le régime de garantie dépend de la nationalité de l'intermédiaire financier.
- ▶ Les risques liés aux conflits d'intérêts : dans la mesure où l'investisseur peut traiter face à un *market maker*, les intérêts de ce dernier seront opposés à ceux de l'investisseur.
- ▶ Les risques d'exécution liés au maintien d'une position ouverte pendant la nuit :
 - Lorsque l'investisseur laisse ses positions ouvertes pendant la nuit ou le weekend, il s'expose à un risque important de décalage de cours à la réouverture des cotations.
 - Par ailleurs, il existe aussi un risque d'exécution lorsque les plateformes de *trading* donne à l'investisseur la possibilité de traiter 24h/24h des CFD sur des sous-jacents dont le

⁹⁸ Le « Rolling Spot Forex » est un instrument financier dérivé qui permet de parier sur l'évolution d'une paire de devises, avec un effet de levier, la position étant reportée tacitement d'un jour sur l'autre si l'investisseur ne l'a pas coupée.

marché n'est ouvert qu'en journée. Dans ce cas, l'intermédiaire utilise un prix théorique reconstitué à partir du cours d'instruments financiers ou d'actifs autres que celui du sous-jacent. Si cet actif de substitution connaît des variations de cours significatives pendant la nuit et que l'investisseur ne dispose pas sur son compte de la provision espèces correspondants au nouveau niveau de marge exigé, l'intermédiaire peut être amené à couper la position.

- ▶ Il existe aussi d'autres risques d'exécution ou de non-exécution des ordres :
 - Un ordre quelle que soit sa modalité (tous les prestataires ne fournissent pas tous les mêmes modalités d'ordres) est soumis à un risque d'exécution ou de non-exécution. Par exemple, la modalité dite « *stop loss* » consiste à produire l'équivalent d'un ordre à tout prix une fois que le seuil, que l'investisseur a préalablement défini en tant que donneur d'ordre, est touché par la fourchette de prix proposé par la plateforme. Dans certaines circonstances (évolution rapide des cours, ou clôture du marché de la valeur sous-jacente), les modalités « *stop loss* »⁹⁹ ne permettent pas de connaître la perte potentielle maximale. En effet, lorsque le cours atteint le seuil défini, l'ordre est déclenché. Il présente alors les mêmes caractéristiques qu'un ordre à tout prix. Dans cette mesure, l'exécution peut être réalisée à un cours bien plus désavantageux que le niveau du « *stop loss* » souhaité. Il ne présente pas de garantie d'exécution au prix du seuil défini.
 - Par ailleurs, des événements de cotation sur l'actif sous-jacent peuvent entraîner une suspension de cotation de cet actif, suivie d'une reprise de cotation à un cours éloigné des cours préalables à la suspension. Cette configuration de marché peut entraîner un risque de non-exécution d'un ordre sur le CFD associé dont la limite était en cohérence avec les prix pratiqués préalablement à la suspension de l'actif sous-jacent, limite devenue depuis obsolète. »

Marché des changes en ligne : « le risque au bout du clic »

Une campagne menée par l'AMF pour sensibiliser le grand public aux risques du Forex

Devant les dangers présentés par les incitations à miser sur le Forex, l'AMF a déployé des actions de veille et prévention. Pour la première fois, en 2014, elle a lancé une campagne originale de communication pour sensibiliser le grand public aux risques du trading en ligne sur le marché des changes.

« Devenir *trader* en quelques heures » ou « empocher des gains très rapidement » : telles sont les promesses de nombreuses publicités incitant à « *trader* ». Pour capter l'attention des internautes de façon décalée et humoristique, l'AMF a conçu une fausse publicité, reprenant les codes de ces messages promotionnels qui a été diffusée sur de nombreux sites internet de grande audience sur plus d'un mois à partir d'octobre 2014.

Lorsque l'internaute cliquait sur cette publicité, cette campagne se prolongeait directement sur le site de l'AMF avec la création d'une rubrique dédiée aux dangers du Forex, également accessible depuis la page d'accueil et permettant d'avoir accès à de nombreuses informations pédagogiques, notamment une vidéo ludique¹⁰⁰.

La variété des canaux de diffusion (presse, TV, radio, internet etc), la digitalisation des médias traditionnels ainsi que le développement des terminaux mobiles rendent l'information accessible au plus grand nombre. Les sociétés promouvant des instruments spéculatifs et extrêmement risqués tels que les CFD, Forex ou options binaires « surfent » sur cette tendance et continuent de solliciter les particuliers via des bannières publicitaires sur internet ou directement via des mailings et e-mailings. Ces publicités ne respectent pas le principe d'équilibre « avantages/risques » et induisent ainsi en erreur les consommateurs par leur manque de clarté.

En 2014, plus de 40 % de l'ensemble des nouvelles publicités¹⁰¹ pour les placements incitaient les particuliers à « *trader* » sur le Forex, les indices boursiers, les matières premières, etc. via ces instruments financiers risqués.

⁹⁹ Il s'agit d'un type d'ordre qui consiste à clôturer automatiquement une position lorsque le cours atteint un seuil prédéfini par le donneur d'ordre. Le prix d'exécution n'est pas connu à l'avance.

¹⁰⁰ <http://www.amf-france.org/Epargne-Info-Service/Forex-l-AMF-se-mobilise/Trading-sur-le-Forex-de-quoi-parle-t-on.html>.

¹⁰¹ Le recensement des nouvelles publicités porte uniquement sur les médias français, tous types de supports confondus, mais la plupart de ces publicités se trouvent sur internet.

Les conséquences peuvent être lourdes pour les épargnants qui se laissent tenter. En 2014, le nombre de réclamations auprès d'AMF Epargne Info Service a augmenté de 23 % au total ; celles liées au Forex ou aux options binaires ont elles augmenté de 94 % par rapport à 2013. Les options binaires en représentent une part croissante, le Forex étant en baisse relative. La plateforme AMF Épargne Info Service a ainsi pu estimer un préjudice extrêmement élevé de 6,5 millions d'euros sur 185 déclarations, le montant des pertes mentionnées variant de 100 euros à 800 000 euros, pour une moyenne de 35 100 euros.

Encadré 7 : Les enseignements des visites mystère de l'AMF sur le Forex et les options binaires : un trading très risqué pour les épargnants

Afin de mieux comprendre les pratiques de commercialisation et d'avoir une connaissance concrète des écueils rencontrés par les internautes sur les sites de trading sur le Forex et les options binaires, l'AMF a demandé à un prestataire d'ouvrir des comptes, d'effectuer des opérations, puis d'essayer de récupérer ce qu'il restait de l'argent déposé.

Une vingtaine de sites internet proposant aux particuliers des services de trading ont été ciblés en décembre 2014. Dans cette liste : 10 sites autorisés et 11 sites non autorisés ayant pour point commun d'avoir une activité commerciale forte en France (visibilité des publicités, réclamations des consommateurs). Dans un premier temps, l'internaute « mystère » a laissé ses coordonnées en ligne. Puis il a attendu d'être contacté en vue de l'ouverture effective d'un compte, avec pour consigne d'effectuer un versement de 400 euros par virement et de refuser de donner les coordonnées de sa carte bancaire. Au final, 9 ouvertures de compte ont été effectuées : un seul site non agréé et 8 sites agréés à Chypre. Le test a ainsi permis d'évaluer les différentes phases de la relation.

1/ Une ouverture de compte extrêmement facile

Neuf comptes ont pu être ouverts directement sur les sites, sans aucun justificatif. Le plus souvent, l'internaute a simplement complété un rapide formulaire en ligne. Dans 5 cas, il a même pu alimenter son compte par virement sans vérification particulière et a commencé à spéculer sans faire la preuve de son identité.

2/ Un questionnaire client peu rigoureux

Très peu de questions ont été posées pour découvrir le profil de notre prospect. Les plus fréquentes concernaient sa profession, ses revenus et son expérience en matière de trading. De plus, lorsque ces questions ont été posées, les réponses apportées n'ont pas été prises en compte. Alors que l'internaute a systématiquement précisé qu'il n'avait aucune expérience du trading, aucun message ne l'a alerté sur les risques encourus et aucun site agréé ne l'a empêché de « trader » dès l'ouverture du compte.

3/ Les « formations » proposées sont souvent des leurres

Une fois le compte ouvert, un « conseiller » rappelle l'internaute. Il se présente souvent comme un expert, valorise son expérience et son titre, et souligne la chance de l'internaute de l'avoir comme interlocuteur. Des explications rassurantes sont données, laissant penser que le trading est facile et qu'il suffit de suivre les indications du site. Mais dans l'ensemble les explications données sont succinctes et difficiles à suivre pour un internaute novice.

4/ Les incitations à investir davantage sont nombreuses

Le discours commercial est redoutable : plutôt que de le former, les conseillers ont eu pour principal objectif d'inciter l'internaute à déposer plus d'argent, avec différents arguments. Le plus fréquent est le bonus, affiché dans de nombreuses publicités, obtenu en contrepartie d'un versement supplémentaire. Un autre argument avancé est la soi-disant sécurité que procure un compte bien alimenté : « chaque trade représentant une petite part du montant total investi, le risque pris est moindre ». Pour certains conseillers, mettre plus d'argent sur le compte permet aussi de bénéficier d'une meilleure « assistance ».

5/ Un retrait des fonds difficile voire impossible

Les obstacles à la récupération des sommes non perdues sont nombreux. Sur le site, la marche à suivre, parfois difficile à trouver, est peu détaillée. Le bonus, très attractif au début, justifie alors le blocage des fonds. Dans ce cas, le retrait des fonds est conditionné à un nombre minimal de trades ou à une durée d'activité de trading avec un montant à miser chaque jour. Plusieurs semaines après les demandes de retraits, notre internaute n'a pu récupérer ses fonds, en totalité ou partiellement, qu'auprès de 2 sites seulement.

3.7. Commercialisation des produits financiers auprès des particuliers : pratiques et risques

Les différentes visites mystère menées par l'AMF auprès des établissements bancaires

Les visites mystère de l'AMF et les risques de mauvaise commercialisation

L'AMF a poursuivi en 2014 ses campagnes de visites mystère en agence auprès des 11 principales enseignes bancaires présentes en France. Elle a reconduit ses scénarios client « risquophobe » et « risquophile » et a également mené un scénario spécifique dit « tutelle ». Dans ce troisième scénario, un tuteur récemment nommé souhaitait changer d'établissement bancaire pour les comptes de la personne protégée. Sa banque actuelle ne lui délivrait pas de conseil et il fallait des revenus complémentaires pour financer l'établissement d'hébergement pour personnes âgées dépendantes. L'ensemble de ces visites mystères vise à évaluer la qualité du questionnement du prospect et la pertinence des propositions commerciales effectuées.

Par ailleurs, face à la baisse de fréquentation des agences bancaires et au développement des banques en ligne, l'AMF a décidé de conduire fin 2014 des visites mystère sur internet auprès de 17 établissements représentant des banques en ligne, des banques classiques et des brokers en ligne. Pour ce faire, elle a demandé à un cabinet d'études d'ouvrir des comptes-titres avec versement d'argent et de se présenter comme un client « risquophobe » sans connaissance ni expérience financière. Ces visites n'ont donc pas été réalisées sous l'angle prospect, comme en agence, mais sous l'angle client. Elles visaient comme en agence à évaluer la qualité des questionnaires clients mais aussi à connaître les modalités d'ouverture d'un compte-titres sur internet ainsi que les procédures des établissements lorsqu'un client passe des ordres ne correspondant pas à son profil.

Les enseignements en matière de risques de mauvaise commercialisation

En agence, même si le questionnement n'est pas complet, les conseillers ont effectué en 2014 des propositions commerciales adaptées au profil du prospect. Ainsi les propositions sont sensiblement différentes selon le scénario. Le prospect « risquophobe » reçoit davantage de propositions d'épargne bancaire (soit des placements sur livrets, sur plans d'épargne logement ou sur des comptes à terme) et nettement moins de propositions d'épargne financière que le « risquophile ».

Le scénario « tutelle » a montré que les conseillers n'étaient pas bien armés pour gérer une problématique de tutelle. Pour autant, la plupart ont fait des préconisations sur le patrimoine existant et ont cherché à aider le tuteur dans sa démarche. Ces préconisations ont été variées et, dans quelques rares cas, inadaptées. Or il y a actuellement 800 000 personnes sous mesure de protection en France, chiffre qui va aller croissant avec le vieillissement de la population. Il est donc important de bien accompagner cette clientèle.

Encadré 8 : Niveau de culture financière des épargnants

Un bon niveau de culture financière permet de prendre des décisions d'investissement en toute connaissance de cause. Or, les Français semblent souffrir de lacunes sur les sujets financiers.

En 2011, l'AMF et l'IEFP (Institut pour l'éducation financière du public) avaient fait réaliser une enquête sur la culture financière de base des Français par le CREDOC. Un indicateur de « culture financière de base » avait été construit sur la base de 10 questions portant sur des sujets variés : niveau de risque d'un placement dans un livret d'épargne, niveau de risque d'un investissement en actions, couple rendement / risque, diversification, définition du dividende, d'une obligation, d'un fonds commun de placement, calculs financiers. Seule une personne sur deux obtenait une note supérieure ou égale à la moyenne et 1 % seulement de nos concitoyens atteignaient 10/10.

Dans le cadre de sa mission de proposition d'une stratégie nationale en matière d'éducation financière, le CCSF (Comité consultatif du secteur financier) a fait réaliser par l'institut IPSOS en juin

2014, une enquête sur le niveau d'éducation financière des Français, sur le modèle recommandé par l'OCDE. Les résultats, publiés en janvier 2015, permettent de mesurer l'évolution de certains des indicateurs de l'enquête CREDOC de 2011, mais aussi de comparer la culture financière des Français à celle des ressortissants d'autres pays de l'OCDE. Si les Français comprennent en moyenne mieux que les ressortissants des autres pays de l'OCDE les notions de couple rendement / risque, d'intérêt ou de diversification, les résultats obtenus sur les questions d'application pratique des concepts financiers placent souvent la France en bas de classement. Par exemple, 94 % des personnes interrogées en France comprennent le principe du taux d'intérêt, plaçant la France au 2^{ème} rang parmi les États dont les résultats au questionnaire recommandé par l'OCDE ont été publiés. En revanche, seuls 58 % des Français interrogés ont su calculer la valeur, au bout d'un an, d'un placement de 100 euros au taux d'intérêt de 2 % (51 % de bonnes réponses en 2011 – Étude CREDOC).

La culture financière des Français, notamment dans son application pratique, reste donc à parfaire. L'AMF y contribue à travers les actions pédagogiques mises en œuvre par sa Direction des relations avec les épargnants. Il s'agit d'un sujet essentiel pour favoriser l'investissement maîtrisé des ménages.

Sur internet, les objectifs et l'horizon de placement ainsi que le questionnement sur le profil d'investisseur ne sont pas abordés dans tous les questionnaires, alors que la position AMF n°2013-02 sur le recueil des informations relatives à la connaissance du client l'exige. Les questionnaires n'évaluent pas réellement les connaissances des clients dans la mesure où ils sont surtout déclaratifs. En se surestimant ou en changeant leur profil, les clients peuvent donc dans de nombreux cas avoir accès à des produits, marchés et services qui ne leur correspondent pas. Par ailleurs, la formulation des questions n'est pas toujours suffisamment claire et compréhensible par le client. D'où un risque de « mauvaises » réponses pouvant conduire à des opérations non adaptées au client.

Encadré 9 : Règlement européen sur les produits d'investissement de détail « packagés » (dit « PRIIPs ») : une meilleure information pour les investisseurs de détail

La Commission européenne a publié en juillet 2012 un paquet de mesures législatives visant notamment à améliorer la protection des investisseurs de détail. Parmi ces mesures figure la proposition d'un règlement portant sur les produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance (désignés comme produits « PRIIPs¹⁰² »). Suite à un débat intense entre le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne, le règlement 1286/2014 a été publié le 9 décembre 2014.

Son objectif est de permettre aux investisseurs dits « grand public » de pouvoir comparer facilement les différents types de produits d'investissement qui leur sont proposés sur un point de vente et d'en comprendre les principales caractéristiques avant d'investir. La solution retenue est la création d'un document d'information clé pour l'investisseur (« DICI »). Les produits visés sont les produits d'investissement dès lors que leur performance dépend, directement ou indirectement, partiellement ou totalement, des fluctuations du marché. Les fonds d'investissement (OPCVM et FIA), produits dérivés, obligations structurées, dépôts structurés et contrats d'assurance vie en unités de compte sont ainsi visés par ce règlement transversal.

Les informations fournies dans le DICI devront être exactes, équitables, claires et non trompeuses. Le document devra être distinct des documents commerciaux et être rédigé dans un langage non technique permettant d'être facilement compréhensible. Le format devra être harmonisé et l'ordre de présentation standardisé afin de permettre la comparabilité des produits. Parmi les informations données aux investisseurs, figureront notamment une indication concernant le niveau de risques inhérents au produit ainsi que des informations sur les coûts.

Ce nouvel instrument transversal devrait ainsi contribuer à une meilleure information des investisseurs qui pourront comparer directement les différentes catégories de produits et ne plus se fier uniquement aux arguments de ventes des conseillers.

Sur internet, après avoir indiqué dans les questionnaires qu'il n'avait ni connaissance ni expérience en finance et qu'il ne voulait pas prendre de risque, le client mystère a tenté de passer des ordres sur des actions en système de règlement différé (SRD) et sur des warrants. Suivant les établissements, soit le client a été bloqué immédiatement, soit il a reçu des messages d'alerte plus ou moins explicites, avec parfois une invitation à consulter des

¹⁰² Packaged Retail and Insurance-based investment products.

fiches d'information sur les caractéristiques et les risques des produits. Pour autant nombre de ces mises en garde visent essentiellement à transférer la responsabilité de l'ordre sur les clients et non à les éclairer.

Encadré 10 : Évolution réglementaire encadrant les propositions d'investissement dans les produits atypiques

Au cours des dernières années, l'AMF a observé un accroissement des propositions d'investissement et des demandes d'informations et/ou de réclamations pour les placements atypiques tels que les lettres et manuscrits, le vin, les forêts, les panneaux photovoltaïques, les diamants, etc.

Ces nouveaux produits attirent le public grâce à des promesses de rendement élevé voire très élevé dans un contexte économique difficile où les placements bancaires et financiers classiques sont confrontés à la faiblesse des taux d'intérêt.

Jusqu'alors, le régime historique des biens divers ne permettait pas de capter ces offres en raison des critères très spécifiques retenus pour qualifier l'intermédiation en biens divers. Il était donc très facile à contourner

La loi de consommation du 17 mars 2014 dite « Loi Hamon » crée une seconde catégorie d'intermédiaires en biens divers aux côtés des biens divers historiques afin de réguler les propositions qui ne remplissent pas les critères de cette dernière catégorie. Désormais, sont également visés par la loi les produits financiers dits « atypiques » comme les lettres et manuscrits, les œuvres d'art, les panneaux solaires, le vin ou les diamants. La loi permet d'encadrer leur communication promotionnelle et habilite l'AMF à vérifier la conformité des offres de ces produits aux dispositions du code monétaire et financier. Le nouveau dispositif crée donc une seconde catégorie d'intermédiaires en biens divers qui vise toute personne qui offre des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant une espérance de rendement. Ces intermédiaires en biens divers relèvent d'un régime plus léger :

- ▶ il leur est uniquement demandé de respecter dans toutes leurs communications promotionnelles des règles qui sont traditionnellement appliquées aux produits d'épargne sous forme d'instruments financiers (équilibre de l'information, mise en avant des risques, etc.);
- ▶ ces communications promotionnelles ne font pas l'objet d'un examen préalable par l'AMF mais d'un examen a posteriori ;
- ▶ ces intermédiaires ne sont pas soumis au pouvoir de contrôle et de sanction de l'AMF, mais l'AMF peut néanmoins prononcer une injonction (qui peut être rendue publique) à l'encontre d'un intermédiaire ne respectant pas les règles relatives aux communications promotionnelles.

Les pouvoirs de l'AMF sur les communications promotionnelles de ces produits s'exercent sans préjudice des compétences générales de contrôle et de sanction de la Direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes.

Évolution du statut des conseillers en investissements participatifs (CIP) et des conseillers en investissements financiers (CIF)

En mai 2015, le nombre de conseillers en investissements financiers (CIF) enregistrés auprès de l'ORIAS s'établit à 4 848, niveau stable depuis 2012. Au-delà de leur statut de CIF, ces professionnels de la gestion de patrimoine disposent en général d'autres statuts notamment ceux d'intermédiaire en assurance ou d'intermédiaire en opérations de banque et services de paiement. En effet, au 6 mai 2015, 83 % des CIF sont également intermédiaires en assurance, et 58 % sont à la fois intermédiaires en assurance et intermédiaires en opérations de banque et services de paiement.

Le statut de conseiller en investissement participatif (CIP) créé en 2014¹⁰³ permet dorénavant à un investisseur de venir soutenir l'économie des PME, parfois de proximité, dans un cadre réglementé tout en recherchant un niveau de rendement intéressant ou encore un avantage fiscal. Les secteurs d'activités concernés sont nombreux (les nouvelles technologies, le développement durable, l'énergie) et tendent à s'élargir vers des domaines régulés (à titre d'exemple le secteur immobilier).

¹⁰³ Créé par l'ordonnance n°214-559 du 30 mai 2014, et entré en vigueur le 1^{er} octobre 2014 suite à la publication du décret n°2014-1053 du 16 septembre 2014.

L'Autorité des marchés financiers se charge de l'examen préalable des dossiers d'immatriculation de ces acteurs. L'instruction des contacts par l'Autorité des marchés financiers est réalisée en l'absence d'une association agréée¹⁰⁴ et a déjà permis l'enregistrement de 6 plateformes CIP en 2014 et de 10 plateformes entre janvier et mai 2015 (plusieurs autres dossiers sont en cours d'instruction).

Le régime applicable à ces professionnels, en termes d'organisation et de bonne conduite, s'inspire largement de celui d'ores et déjà éprouvé pour les conseillers en investissements financiers (CIF). Il en résulte un corps de règles quasi identique mais adapté à l'utilisation d'un site internet (l'accès aux détails des offres est réservé aux investisseurs potentiels qui ont fourni leurs coordonnées et qui ont pris connaissance et accepté les risques auxquels ils s'exposent).

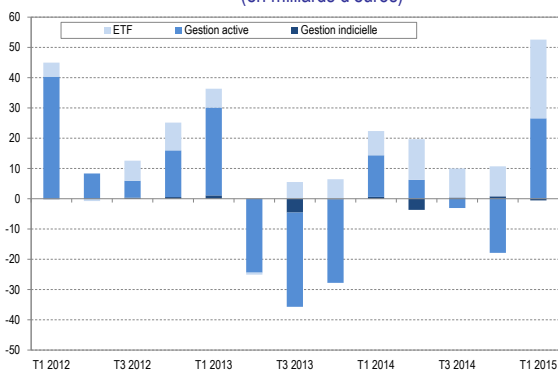
Au même titre que les CIF, les CIP font l'objet d'un suivi qui sera renforcé au travers de la mise en place d'une fiche de renseignements annuels (FRA)¹⁰⁵ qui permettra de collecter des informations de nature à mieux connaître les activités liées au financement participatif (nombre d'investisseurs et montants investis) et à mieux cerner la viabilité de leur modèle économique.

Au fur et à mesure de l'immatriculation des plateformes de financement participatif, les communications liées aux sociétés en recherche de financement augmentent. L'information des investisseurs doit être harmonisée et étroitement surveillée afin d'éviter toute action commerciale qui pourrait ne pas revêtir un caractère exact, clair et non trompeur. À ce jour, l'AMF a déjà constaté l'existence de communications déséquilibrées, qui parfois omettent toute ou partie de l'information permettant à un investisseur de souscrire en connaissance de cause (au niveau des risques ou des frais).

Gestion active et gestion passive : des modèles en évolution qui doivent garantir la bonne information des investisseurs

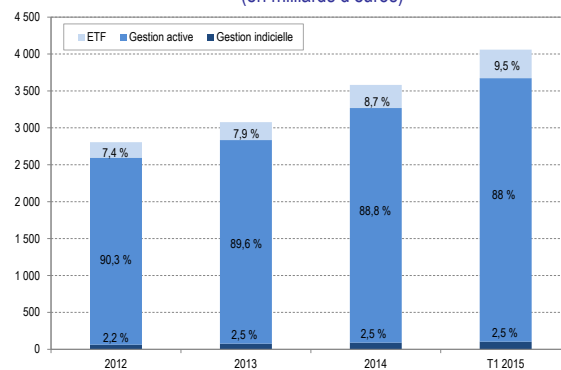
L'évolution du marché des *Exchange traded funds* (ETF) et plus globalement de la gestion indicielle est en phase de croissance au niveau mondial et français, tel que souligné, dans le cas de la France, par les graphiques ci-dessous.

Graphique 63 : Flux nets à destination des fonds commercialisés en France (en milliards d'euros)



Source : Lipper, calculs AMF

Graphique 64 : Encours sous gestion des fonds commercialisés en France (en milliards d'euros)



Source : Lipper, calculs AMF

Les frais relativement plus faibles appliqués par la gestion indicielle pour des niveaux de performance de produits que certains qualifient de similaires, auraient progressivement

¹⁰⁴ Au même titre que pour les associations de CIF, le Code monétaire et financier prévoit l'existence d'une association pour les CIP (article L547-4) qui n'a pas encore vu le jour.

¹⁰⁵ La mise en place d'une FRA prévue dans l'instruction AMF 2014-11 art. 3, est en cours.

conduit certains investisseurs à augmenter la part de leurs investissements dans les produits indiciels. Néanmoins, la frontière entre gestion active et passive se fait plus floue. En effet, les frais de gestion appliqués par l'une et l'autre, la transparence ou la complexité des produits ne permettent plus de les classer dans l'une ou l'autre catégorie, la gestion indicielle, en particulier ayant beaucoup évolué au cours de ces dernières années¹⁰⁶.

L'opposition des modèles, souvent basée sur les deux seuls critères de prix et de performance, entre gestion active et gestion indicielle, ne serait donc pas le bon axe à prendre dès lors que l'on essaie de comprendre les caractéristiques, limites et risques de chacun d'entre eux.

Par ailleurs, les marchés ont démontré que la gestion indicielle avait besoin de la gestion active pour pouvoir exister et se développer dans la mesure où celle-ci vient répliquer un certain nombre de *benchmarks* visés. La gestion indicielle a également besoin qu'un équilibre se crée entre les deux gestions, notamment pour venir limiter les effets potentiellement systémiques du caractère pro-cyclique de la gestion indicielle, ses effets dysfonctionnels dans le cadre de la formation du prix des actifs ou encore de ses niveaux de performance actuels.

Aussi, la gestion indicielle semble évoluer, pour une certaine catégorie de produits, vers une gestion plus active ; ce qui se matérialise par des portefeuilles au sein desquels la réallocation d'actifs semble plus fréquente, notamment dans le cadre de nouveaux types de stratégies dites *smart beta*, *alternative beta* ou *advanced beta*¹⁰⁷.

Les deux modèles de gestion active et passive semblent donc évoluer. Les prix auxquels ils se vendent résultent essentiellement du jeu concurrentiel qui s'opère entre professionnels. Néanmoins, l'adéquation entre les caractéristiques annoncées de manière précontractuelle pour l'un ou l'autre de ces types de gestion, et les stratégies effectivement mises en œuvre par les gérants après la vente, est nécessaire à la bonne information et à la protection des investisseurs. Dans la mesure où l'on constate des évolutions rapides de ces types de gestion et qu'il est parfois complexe de mesurer le type et la fréquence de choix d'allocations réalisées par le gérant, il convient que l'investisseur n'ait à aucun moment été trompé dans le rapport type de gestion et prix qui lui a été annoncé.

¹⁰⁶ L'AGEFI, « La liquidité et la structure des ETF continuent à attirer l'attention des régulateurs ».

¹⁰⁷ Ces différents termes désignent un univers de stratégies regroupant des indices alternatifs à tous ceux pondérés par capitalisation boursière et dont l'objectif est d'éviter le biais de concentration sur les plus grandes capitalisations. Cela recouvre par exemple des indices composés d'actifs sélectionnés pour leur faible volatilité ou construits en fonction de critères issus de la recherche académique.

CHAPITRE 4 : LA GESTION COLLECTIVE

2014 ayant profité d'une collecte record en Europe, depuis la crise financière de 2008, les encours sous gestion ont renouvelé le plus historique enregistré en 2013. Ce chapitre revient sur les tendances observées par classes d'actifs, pour certains types de fonds, ainsi que sur certains segments de marché connaissant des développements spécifiques.

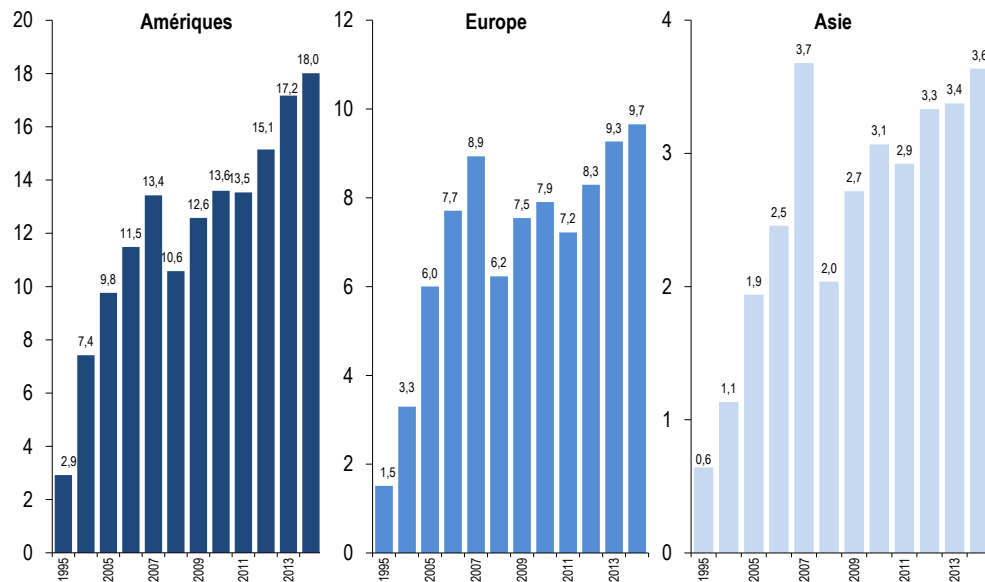
4.1 Une collecte qui double en Europe et des encours record en 2014

Après une année de hausse suite à la bonne performance des marchés, 2014 est une année de collecte record

Après les chocs de 2008 et 2011, les encours ont suivi en 2013 les variations de marchés orientés à la hausse. La collecte en 2014 a profité de la bonne performance des fonds et enregistre des records, tant aux États-Unis qu'en Europe. Le contexte de taux d'intérêt bas en Europe n'a pas pesé sur la collecte globale et les fonds monétaires européens, qui sont les plus exposés à cet environnement, ont endigué la décollecte observée en 2013 (– 10 milliards d'euros en 2014¹⁰⁸ après – 85 milliards en 2013). Les fonds monétaires aux États-Unis ont, quant à eux, collecté plus de 98 milliards de dollars en 2014. Les encours des fonds obligataires restent également très stables sur toutes les zones géographiques, portés par les bonnes performances liées à la baisse des taux d'intérêt.

Cependant, la bonne collecte 2014 et la bonne santé apparente des sociétés de gestion restent à confirmer dans la durée. En effet, dans le cas des fonds monétaires européens, des sociétés de gestion ont baissé leur frais de gestion pour rester compétitifs et certains OPCVM monétaires ont été clos en fin d'année pour cause de non rentabilité. Il sera donc intéressant d'en suivre l'évolution sur 2015 et plus globalement d'analyser les relais de performance trouvés par les sociétés de gestion afin de maintenir de bonnes performances pour leurs fonds et une bonne santé financière des sociétés de gestion.

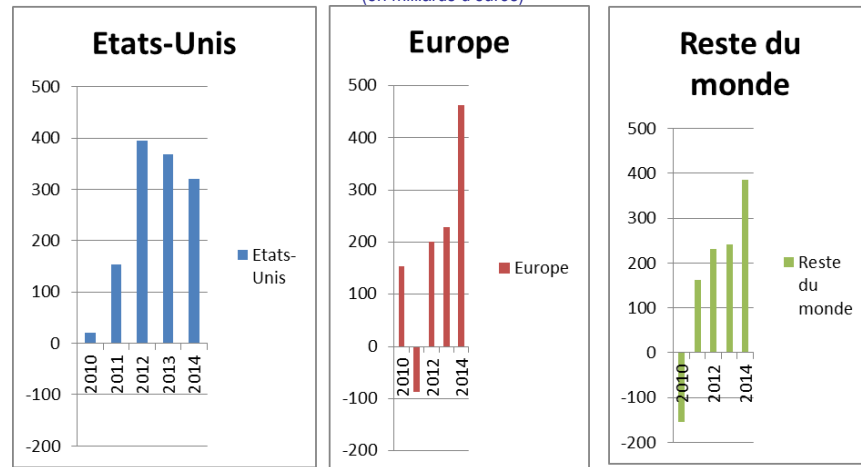
Graphique 65 : Encours globaux des fonds de gestion collective
(en trillions de dollars)



Sources : EFAMA, AMF.

¹⁰⁸http://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/150402_International%20Statistical%20Release%202014%20Q4.pdf

Graphique 66 : Flux nets de collecte globaux par les fonds de gestion collective
(en milliards d'euros)



Sources : EFAMA, AMF.

Aux États-Unis : Les États-Unis enregistrent des collectes toujours fortes et un actif sous gestion en hausse. Cette croissance provient d'abord de la hausse des marchés actions en 2014.

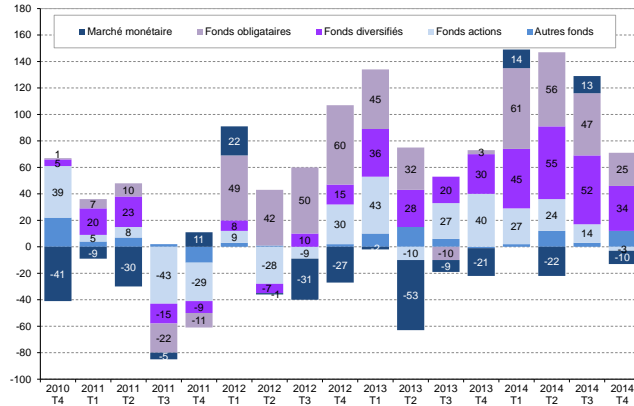
En Europe : La croissance du PIB mondial est à l'origine de la reprise de la collecte en Europe. Les actifs sous gestion ont augmenté de 15,7 % en 2014, pour une collecte nette de 463 milliards. Le montant total des actifs sous gestion est proche des 10 000 milliards d'euros en 2014. Le rythme de collecte a quasiment doublé par rapport à 2013, avec une contribution un peu plus importante à celle-ci des fonds UCITS comparativement aux FIA. Cette tendance a profité aux produits investis en actions et aux produits investis en taux d'intérêt. L'allocation d'actifs moyenne est à 50 % taux, 50 % actions.

En Europe, une collecte particulièrement dynamique sur les fonds obligataires

La France et le Luxembourg sont toujours les marchés les plus dynamiques en termes de création de nouveaux produits (respectivement 20 % et 23 % des produits européens). En ce qui concerne les actifs sous gestion, le Luxembourg pèse en revanche deux fois plus que la France, qui est au même niveau que l'Allemagne. Cette approche par domiciliation de fonds est parcellaire et ne prend pas en compte la localisation effective de la gestion : depuis la mise en place des dernières directives OPCVM 4 et AIFM, il est possible de gérer depuis la France des produits luxembourgeois par exemple. Les promoteurs français présents au Luxembourg représentent ainsi 220 milliards d'euros de fonds de droit luxembourgeois (6^{ème} place, 3,5 fois moins que les États-Unis). Le Luxembourg demeure en tête pour la commercialisation des produits à l'international (en Europe et dans le reste du monde), ce qui se traduit par une offre luxembourgeoise fortement labellisée OPCVM avec plus de 86% des fonds luxembourgeois sous ce format.

En Europe les produits obligataires et diversifiés, ont représenté la plus grande partie de la collecte en 2014. Plus de 189 milliards de collecte ont ainsi été collectés sur les fonds obligataires, certainement en lien direct avec le mouvement de baisse des taux qui a été observé en 2014.

Graphique 67 : Flux nets de collecte en Europe par type de fonds
(en milliards d'euros)



Sources : EFAMA, AMF.

4.2 Un contexte de taux bas qui pourrait modifier la structure des portefeuilles

Au cours de l'année 2014, la baisse des taux s'est poursuivie dans la zone euro à la fois pour les taux d'intérêt à court terme et pour les taux d'intérêt à long terme. L'ensemble de la courbe des taux ainsi que les primes de crédit sur les obligations financières et non financières ont atteint des niveaux historiquement bas.

Ce contexte de taux bas crée trois typologies de risques pour la gestion d'actifs en France :

- un risque de liquidité lié à une possible réallocation des investisseurs entre fonds de classes d'actif différentes ;
- un risque lié à la possible déformation de la structure des portefeuilles des gérants d'actif au sein de chaque fonds ;
- un risque de valorisation et de liquidité sur les portefeuilles.

Le risque de liquidité lié à la réallocation des investissements entre des fonds de classes d'actifs différentes est le premier risque qui pourrait exister en cas de maintien des taux bas. Des flux de sortie des fonds monétaires pour rechercher du rendement dans des fonds actions ou des fonds immobiliers sont, par exemple, envisageables. En raison de la très bonne performance des obligations en 2014, portées par la baisse des taux d'intérêt, un mouvement significatif d'un type de fonds à un autre n'a pas été observé à ce stade. L'AMF reste toutefois vigilante sur la possibilité de tels mouvements de réallocation, notamment dans une situation de persistance de taux d'intérêts à un très bas niveau ou dans le cas d'une remontée forte et soudaine des taux d'intérêts. Le pic de collecte sur les SCPI observé en 2014, avec une collecte de plus de 2,9 milliards d'euros qui n'avait jamais été observée depuis 15 ans, pourrait être une première manifestation de ce phénomène, même si ce montant reste faible en absolu comparativement aux 1 400 milliards environ d'actifs gérés (hors mandats) en France. Ces réallocations de portefeuilles peuvent créer des risques spécifiques de liquidité pour les gestionnaires d'actif si les rachats effectués par les investisseurs sont supérieurs à la liquidité disponible sur les actifs composant le fonds. Les risques sont évidemment encore plus importants si un tel phénomène se produit à un moment de tension sur les marchés financiers.

Un risque de déformation de la structure des portefeuilles peut se matérialiser du fait d'une recherche de rendement accru de la part des investisseurs. Les gestionnaires d'actifs peuvent être tentés de modifier leurs portefeuilles gérés pour chercher des primes de risques plus élevées : en allongeant par exemple la durée de leur portefeuille obligataire

Les choix des investisseurs entre types de fonds n'évoluent que marginalement

Le suivi des portefeuilles des gérants ne met pas en évidence de déformation majeure en réponse au bas niveau des taux

ou monétaire, en sélectionnant des émetteurs de moins bonne qualité de crédit, ou en utilisant plus de levier avec des produits dérivés. Cette déformation vers des actifs plus risqués constitue le but même des politiques monétaires de baisse des taux d'intérêt : il s'agit en effet de diminuer le coût de financement du secteur non financier et d'accroître ainsi l'investissement des entreprises dans la sphère réelle de l'économie. Toutefois, ce passage vers des actifs plus risqués, et parfois moins liquides, peut être un facteur de risque important en cas de retournement du marché, d'autant plus s'il est conjugué avec le premier effet de réallocation d'actifs par le porteur lui-même. Le gestionnaire d'actifs pourrait être amené à faire face à une demande de rachat des porteurs en ayant dans ses portefeuilles des actifs moins liquides qu'auparavant.

La technique de supervision de l'AMF par programme d'activité spécifique permet en partie d'observer ces phénomènes. Les gérants souhaitant utiliser dans leur gestion de nouvelles classes d'actifs ou de nouveaux processus de gestion doivent en informer préalablement l'AMF. Ainsi en 2014, l'AMF a observé un intérêt nouveau de quelques gérants pour les obligations subordonnées et contingentes. La mise en place d'un suivi rapproché de certains portefeuilles ou, de manière agrégée, via les nouveaux *reportings* sur les portefeuilles (comme le *reporting* AIFM) permettra d'observer une partie de ces phénomènes.

Le contexte de taux bas met en question les modèles de valorisation et de risques

Enfin, la baisse des taux d'intérêt augmente les risques de valorisation et de liquidité des portefeuilles. Les nouveaux niveaux de marché font émerger de nouvelles questions sur les modèles de risque qui ont été calibrés sur un historique de données qui ne correspond plus au niveau de marché actuel. Les modèles de risque comme les *Value at Risk* ou les autres modèles utilisés pour la valorisation d'instruments peuvent être remis en question par ce nouveau contexte. Les seuils de tolérance pour détecter des anomalies, des actions ou déclencher des revues de modèles peuvent également être impactés. Le risque de liquidité a également beaucoup évolué avec la baisse des taux et la baisse de l'activité de teneur de marché des banques. Celles-ci ont réduit leurs inventaires de titres et la liquidité observée sur certains titres est en repli.

Les sociétés de gestion doivent donc être particulièrement vigilantes sur le paramétrage de leur ratio d'emprise¹⁰⁹ sur les différents titres et secteurs dans ce contexte de marché nouveau.

4.3 Un redémarrage du capital risque en France

Le capital-développement et le capital-transmission portent le dynamisme du marché

L'année 2014 a été marquée par un retour significatif de la collecte pour le capital investissement. Cette collecte, portée par certains fonds français de taille significative, permet d'atteindre des levées de plus de 10 milliards d'euros et des investissements en 2014 supérieurs à 8 milliards d'euros.

Cette collecte a été portée à près de 90% par les thématiques de capital-développement et de capital-transmission. Son niveau se rapproche de la moyenne observée pendant la période 2005-2008, qui était de 10,5 milliards d'euros par an.

Il a été observé en 2014 un record des cessions d'entreprises avec plus de 9,3 milliards de cessions au coût historique.

Les thématiques de capital-innovation et capital-retournement restent très marginales dans cette collecte. Le capital-innovation est en retrait par rapport à 2013 (collecte de 828 millions d'euros en 2014 contre 1 375 millions en 2013).

¹⁰⁹ Le ratio d'emprise tient compte de l'exposition, de la liquidité de l'investissement et de l'impact que les mouvements de l'investisseur peuvent avoir sur la gestion de l'OPCVM.

Deux nouvelles initiatives sur les fonds d'investissement de capital risque permettront certainement de continuer à développer de nouvelles sources de financement pour l'économie :

- le nouveau type de fonds d'investissement européen ELTIF dédié aux actifs et aux projets qui nécessitent un financement de long terme, qui sera mis en place en décembre 2015 ;
- la nouvelle forme de fonds professionnel spécialisé, la Société de libre partenariat (SLP).

La SLP est proposée dans le cadre de la loi pour la croissance et l'activité (communément appelée loi Macron) comme une nouvelle structure avec une gouvernance adaptée et des règles de gestion flexibles qui doit permettre d'attirer plus facilement les investisseurs étrangers.

**Des risques liés à
la transparence
des mandats de
gestion en titres
non cotés**

Un développement très important a été observé depuis plusieurs années sur de nouvelles offres à destination des particuliers sous la forme de mandats de gestion investis en titres non cotés. Cette offre est liée à des possibilités de réduction d'ISF plus importantes sur les investissements en titres non cotés en direct (45 000 euros de réduction maximale d'impôt de solidarité sur la fortune) en comparaison à des investissements en fonds d'investissement du type FIP ou FCPI (18 000 euros). Ces nouvelles offres présentent des risques spécifiques, notamment des problématiques de transparence sur les coûts directs prélevés par les sociétés de gestion ou sur les coûts indirects, prélevés par les sociétés de gestion aux cibles, c'est-à-dire aux PME qui sont sélectionnées dans les mandats. Ce risque de mauvaise information sur les coûts peut être d'autant plus important dans le cas de documents commerciaux mettant en avant de manière excessive l'avantage fiscal du dispositif. Ces offres peuvent également présenter des risques de conflits d'intérêts spécifiques lorsqu'il n'y a pas alignement d'intérêts spécifiques entre la société de gestion et l'investisseur (par exemple en raison de frais très élevés payés par les cibles qui peuvent biaiser la sélection de PME).

Les nouveaux labels de fonds européens EUVECA (fonds d'investissement de capital risque européen) et EUSEF (fonds d'entrepreneuriat social européens), en place depuis juillet 2013, n'ont été que très marginalement utilisés en France. Un seul FIA a reçu le label EUVECA et un FIA le label EUSEF.

4.4 La mise en place de la directive AIFM en 2014 a renforcé la robustesse de la gestion d'actifs en France

La revue systématique des programmes d'activité pour les gérants AIFM

La mise en place de la directive sur les gestionnaires de fonds alternatifs (directive AIFM) a été effectuée principalement au cours de l'année 2014. Les personnes morales qui géraient des FIA devaient, entre le 22 juillet 2013 et le 22 juillet 2014, demander leur agrément en qualité de société de gestion de portefeuille. Plus de 320 sociétés de gestion françaises ont ainsi été agréées, dont 40 % étaient sous les seuils d'actifs gérés rendant obligatoire cet agrément. Elles ont donc opté volontairement pour ce nouveau régime.

Cet agrément systématique des gérants AIFM a été l'occasion de mettre à jour et de valider les programmes d'activité de plus de la moitié des 630 gérants français.

L'agrément sous AIFM permet de contrôler la qualité des procédures de gestion des risques

La revue des programmes d'activité a porté plus spécifiquement sur huit points :

- › les procédures de gestion de la liquidité et la mise en place de stress tests ;
- › les procédures de valorisation ;
- › les procédures de délégation des fonctions de la société de gestion ;
- › les fonds propres ;
- › l'alignement des rémunérations des preneurs de risques avec les risques pris par les investisseurs ;
- › la capacité à mettre en place des *reportings* renforcés vers le régulateur et les investisseurs ;
- › la mise en place de contraintes de rétention pour l'investissement en position de titrisation (*skin in the game*) ;
- › la mise à jour de conventions renforcées avec les déposataires.

Des modifications importantes dans l'univers des fonds immobiliers français avec la transposition de la directive AIFM

En matière de gestion immobilière, l'application des textes de transposition de la directive AIFM a eu des conséquences nombreuses et variées. Les anciennes sociétés de gestion de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) ont dû se transformer en sociétés de gestion de portefeuille avant le 22 juillet 2014, date d'extinction de leur ancien statut. Toutes les SCPI se sont également dotées avant la même échéance d'un déposataire, nouvel acteur pour celles qui en étaient jusque-là dépourvues. Par ailleurs, la définition des FIA, délibérément étendue, a fait entrer dans le champ d'application de la directive AIFM divers véhicules d'investissement jusque-là non régulés par l'AMF. Il s'agit notamment des sociétés d'investissement immobilier cotées (ou SIIC), des sociétés civiles immobilières (SCI), des groupements fonciers viticoles et agricoles dès lors qu'ils respectent les critères de définition mentionnés dans la position AMF DOC-2013-16.

Un cadre plus protecteur pour les véhicules de gestion immobilière

Indépendamment de leur forme juridique, ces FIA « par objet » doivent impérativement se doter d'un déposataire, être enregistrés auprès de l'AMF et être gérés par une société de gestion de portefeuille agréée dès lors qu'ils comptent au moins un investisseur non professionnel. Cette nouveauté a l'avantage d'offrir un cadre plus protecteur aux investisseurs en même temps qu'elle limite le risque d'arbitrage réglementaire entre les différents véhicules de gestion immobilière. Cependant, il s'agit également d'un défi pour l'AMF qui devient le régulateur de véhicules aux formes juridiques les plus diverses et intervenant dans des domaines tenus auparavant hors de son champ de compétence (surfaces agricoles, forêts...).

L'effort de mise en conformité demandé aux sociétés de gestion n'a pas freiné le développement des SCPI et organismes de placement collectif immobilier (OPCI). Ces derniers concentraient, au 31 décembre 2014, environ 27 milliards d'euros d'actif net, soit 7 milliards d'euros de plus que l'an précédent. Les SCPI ne sont pas en reste puisque la collecte nette de ces véhicules s'est élevée à 2,9 milliards¹¹⁰ d'euros en 2014, un niveau jamais observé ces 15 dernières années.

Le nombre d'agrément d'OPCI a été particulièrement élevé en 2014 avec 51 nouveaux véhicules contre 36 l'année précédente. Ces nouveaux OPCI affichent pour la plupart d'entre eux un taux maximum d'endettement plus élevé qu'auparavant (de l'ordre de 80%). De tels niveaux d'endettement, s'ils sont atteints, font peser un risque important sur le véhicule en cas de baisse du marché immobilier. Ce constat a amené l'AMF à renforcer ses diligences sur la dette des OPCI. L'exploitation du *reporting* AIFM sera l'occasion de suivre avec attention les taux réels d'endettement des véhicules en cours de vie.

¹¹⁰ Source ASPIM – IEIF.

**Une innovation
financière
dynamique dans
le secteur de la
gestion
immobilière...**

Le développement substantiel des OPCI professionnels contraste avec la place discrète qu'occupent, dans le marché des fonds immobiliers, les OPCI ouverts au grand public. Seuls une dizaine de véhicules de ce type ont été agréés jusqu'à présent. Pourtant, leur développement pourrait connaître un nouvel essor à la faveur d'un amendement au projet de loi Macron, adopté en mars 2015, qui prévoit que leur éligibilité à l'actif des FCPE soit portée de 10 % à 30 % (au sein d'une poche comprenant également les parts de FCPR et FCPI). Cette évolution législative renforce les attentes quant à la liquidité des OPCI ouverts aux non professionnels. Le délai de règlement des demandes de rachat, parfois très court, impose une gestion particulièrement prudente de la liquidité de l'actif, en partie investi en actifs immobiliers, par nature moins liquides que les actifs financiers ou les liquidités complétant le portefeuille.

Enfin, l'émergence, en 2014, de véhicules d'investissement en viager et en nue-propriété participe de l'innovation financière dans l'investissement immobilier. La première SCPI investie exclusivement en nue-propriété d'immeubles d'habitation a ainsi été visée en octobre 2014, sitôt adoptée la loi dite "Alur" qui permet aux véhicules de placement collectif en immobilier (SPCI ou OPCI) d'acquérir la seule nue-propriété d'immeubles d'habitation dont la gestion locative est confiée à des bailleurs sociaux. S'agissant des produits viagers, si leur apparition est antérieure à l'année 2014, des projets à destination notamment d'investisseurs institutionnels ont vu le jour l'an dernier.

**...dont le
développement
est attentivement
suivi par l'AMF**

La plus grande prudence doit accompagner ces innovations, notamment en matière de valorisation, de gestion de la liquidité et de commercialisation. Une SCPI investie uniquement en titres de nue-propriété ne distribuera pas ou peu de dividendes (puisque'elle ne perçoit pas de loyers) alors que les SCPI sont habituellement des produits de distribution. Afin d'éviter toute méprise, les investisseurs doivent être avertis le plus clairement possible de cette spécificité. Quant aux investissements en viager, ils présentent un risque de perte non limité, le terme d'un contrat de viager étant inconnu. La valorisation de ces investissements repose, de plus, sur des calculs actuariels, ce qui suppose que le gestionnaire qui y a recourt dispose d'une expertise interne confirmée en la matière.

Dans le domaine de la gestion de créances et de véhicules de titrisation, l'année 2014 a été marquée par la mise en place du nouveau régime réglementaire lié à la transposition de la directive AIFM.

**De nombreuses
nouvelautés pour
les gestionnaires
de créances et de
véhicules de
titrisation**

L'ordonnance de transposition de la directive AIFM a mis fin au statut de gestionnaire de fonds communs de créances ainsi qu'au statut des fonds communs de créances (qui ont été transformés en organismes de titrisation). Ces gestionnaires ont été agréés par l'AMF en tant que sociétés de gestion de portefeuille pour continuer leur activité. Ce nouveau statut correspond à un renforcement et à une clarification des règles applicables à ces sociétés de gestion. Elles ont, à l'occasion de cet agrément, renforcé leurs programmes d'activité, leurs procédures de gestion des conflits d'intérêts ou de gestion des risques. Le cadre de la titrisation française a ainsi été renforcé en 2014.

La publication du décret du 14 novembre 2014 répond encore à cet objectif de clarification en définissant des critères permettant de soumettre le gestionnaire d'organismes de titrisation à l'intégralité de la réglementation AIFM si :

- l'organisme de titrisation est exposé à plus de 50 % à des risques prenant la forme soit de titres financiers, soit de tout autre actif ne constituant pas une exposition à un risque d'assurance ou de crédit, et que
- lesdits titres ou actifs sont gérés de manière discrétionnaire par la société de gestion ou prennent la forme de contrats financiers conclus, gérés ou résiliés de façon discrétionnaire par la société de gestion.

Dans les autres cas, le gestionnaire pourra profiter de l'exemption prévue pour la titrisation par la directive AIFM.

**Développement
des fonds de prêts
à l'économie**

Les sociétés de gestion de portefeuilles qui ont un programme d'activité leur permettant de sélectionner des créances sont de plus en plus nombreuses. Leur nombre est passé de 5 en début 2010 à 29 fin 2013 et 36 en avril 2015. Ce fort développement est lié au souhait des banques de réduire leur bilan mais aussi au développement de nouveaux produits comme les fonds de prêts à l'économie.

Les fonds de prêts à l'économie, sous forme d'Organismes de Titrisation ou de Fonds Professionnels Spécialisés se sont fortement développés en 2014 et 2015. L'absence de levier et la stratégie de portage (*Buy and Hold*) sont toutefois à souligner pour bien comprendre les types de risque associés à ces produits. Il s'agit pour les investisseurs de s'exposer aux créances ou titres de créances détenues par un portefeuille sur un ou des secteurs particuliers avec un produit qui peut présenter des niveaux de diversification (en nombre de lignes ou en secteurs) très variables.

La création de ces fonds est issue du décret n°2013-717 du 7 août 2013 « modifiant certaines règles d'investissement des entreprises d'assurances » qui ouvre la possibilité aux entreprises d'assurance relevant du code des assurances de détenir en représentation de leurs engagements réglementés des titres de créances et des prêts à des PME/ETI non cotées au travers de fonds de prêts à l'économie (ou en direct pour les prêts). En décembre 2014, un nouveau décret (n°2014-1530 du 17 décembre 2014) a élargi cette possibilité aux institutions de prévoyance et aux mutuelles. Le code des assurances, le code de la mutualité et le code de la sécurité sociale ont donc été modifiés pour que ces investisseurs bénéficient d'un traitement prudentiel favorable leur permettant de financer l'économie. Ce second décret a également étendu les actifs éligibles à l'actif d'un fonds de prêts à l'économie en y ajoutant notamment les créances sur les personnes morales exerçant une activité artisanale, les créances sur les OPCV mais également sur des structures intermédiaires dont l'objet exclusif est de détenir des personnes morales pouvant bénéficier de ces financements (holding d'acquisition).

**Les encours de
titrisation
augmentent de
2 %, à
178 milliards
d'euros**

Le développement des encours en titrisation, en France, n'est pas globalement visible par le régulateur sur la période 2014 (une augmentation marginale de 2 % des encours qui s'élèvent à 178 milliards d'euros pour 247 organismes de titrisations) car les encours des véhicules de titrisation sont avant tout ceux des titrisations portées par les banques sur leurs actifs titrisés qui sont apportés en collatéral dans le cadre des programmes de refinancement de la BCE.

La gestion de créances pourrait aussi croître prochainement avec le nouveau type de fonds d'investissement européen ELTIF dédié aux actifs et aux projets qui nécessitent un financement de long terme. Ces nouveaux fonds ELTIF ne pourront être gérés que par un gestionnaire de l'Union européenne dûment agréé au titre de la directive AIFM. Au moins 70 % du capital du fonds ELTIF devra être investi dans des actifs de long terme. En principe, les fonds ELTIF devront être fermés aux rachats. Cependant, le gestionnaire pourra offrir aux investisseurs du fonds un droit de rachat limité à condition de respecter les délais prescrits dans le règlement, et de définir une politique de rachat et de gestion de la liquidité appropriée.

Ces fonds pourront être commercialisés au sein de l'Union européenne par la voie d'un passeport auprès d'investisseurs professionnels et, sur option à l'initiative du gestionnaire, à certains investisseurs de détail.

Ces nouveaux types de fonds permettent à leurs gestionnaires d'émettre de nouvelles créances et donc de prêter directement. Les Organismes de Titrisation ou les Fonds Professionnel Spécialisés ne peuvent jusqu'à présent qu'acheter des créances déjà émises. Les risques nouveaux associés à cette nouvelle technique devront être plus particulièrement surveillés et encadrés.

Le règlement ELTIF, publié le 19 mai 2015, rentrera en vigueur le 9 décembre 2015.

L'Europe poursuit également ses travaux pour accompagner le développement d'une titrisation de qualité auprès d'une cible large d'investisseurs afin de sortir du cadre d'auto-portage et de forte dépendance au refinancement BCE. Les résultats d'une consultation sur ce thème, publiés début 2015, permettent d'envisager une initiative européenne dans les deux prochaines années, notamment pour permettre le développement d'une titrisation Simple, Transparente et Standardisée (STS).

Les premiers *reportings* sur les principales positions et principaux risques présents dans les portefeuilles ont été collectés courant 2014. Pour les gestionnaires les plus importants en encours ou présentant des risques de levier important, ces *reportings* peuvent avoir une fréquence trimestrielle.

Même si un travail important sur la qualité des données doit être finalisé afin de fiabiliser leur exploitation, ces *reportings* sont très riches car ils apportent plus de 450 lignes d'information sur chacun des 7 900 FIA français ayant effectué un *reporting*.

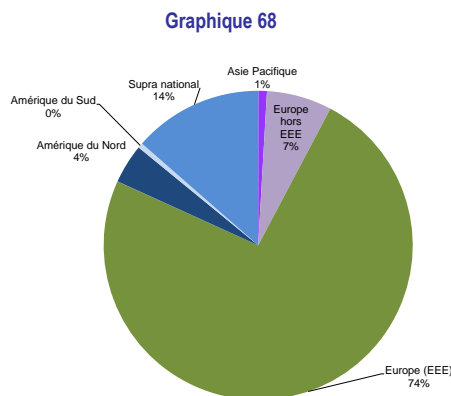
Les premières analyses montrent un paysage à fin décembre 2014 dans lequel :

- peu de FIA français se qualifient de fonds spéculatifs (*Hedge Fund*) : environ 120 fonds sur 7 900 fonds ;
- plus de 50 % des FIA déclarent une cible de clientèle grand public ;
- l'essentiel des portefeuilles est investi sur la zone euro ou Europe (moins de 20 % en dehors) ;
- les principales expositions sur les devises sont sur les devises de la zone euro ou Europe ;
- les principales classes d'actifs sont classiques (actions, obligations, instruments monétaires) et la part d'actifs moins liquides ou exotiques est faible (RMBS, pays émergents, CDS individuels, ...).

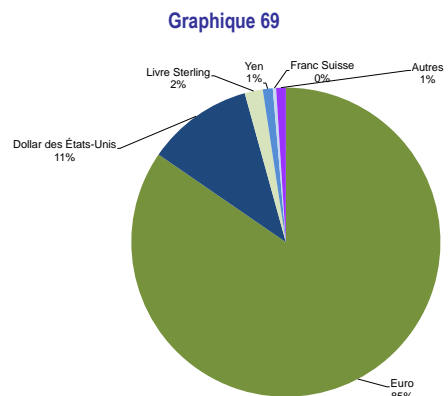
Le reporting AIFM : un nouvel outil de supervision des risques de la gestion de FIA

À fin mars 2015, les *reportings* des principaux FIA, c'est-à-dire environ 3 800 FIA pour plus de 640 milliards d'euros qui représentent 90 % des encours des FIA français, présentent des structures avec des constats très similaires à ceux de fin décembre 2014 pour l'ensemble des FIA français. Les graphiques ci-dessous permettent de résumer l'exposition par pays et l'exposition sur les principales devises de ces fonds.

Exposition par pays et par principales devises des fonds soumis au reporting AIFM (en %)



Source : AMF.



Source : AMF.

Les analyses actif/passif des fonds, sur la base des données rapportées par les gérants, sont globalement rassurantes en termes d'adéquation entre la liquidité des actifs et la liquidité du passif, permettant de faire face à des risques de rachat.

Des travaux complémentaires seront également entrepris avec les gérants sur le sujet plus particulier des stress tests, pour s'assurer de méthodologies et de scénarii permettant une exploitation des résultats sur l'ensemble des gestionnaires français de manière consistante.

4.5 Des travaux européens qui se poursuivent sur les fonds monétaires

La réforme des fonds monétaires constitue l'un des volets phares des travaux entrepris au lendemain de la crise financière sous l'impulsion du G20 pour encadrer la banque parallèle. La crise financière de 2008 et, avec elle, les déboires du *Primary Reserve Fund* aux États-Unis ont montré que ce type de fonds, et plus particulièrement les fonds à valeur liquidative constante, présentaient un risque pour la stabilité du système financier.

Les fonds monétaires à valeur liquidative constante présentent des risques de liquidité spécifiques

Les fonds monétaires exercent un rôle essentiel en matière de financement à court terme de l'économie, en particulier pour les acteurs bancaires. Généralement considérés comme les véhicules les moins risqués, certains investisseurs ont pu parfois les considérer – à tort – comme des équivalents aux dépôts bancaires. Cette confusion est entretenue par le fait que certains fonds présentent une valeur liquidative constante (*Constant Net Asset Value* ou CNAV) donnant une impression artificielle de stabilité. Dans la mesure où la valeur liquidative de ces fonds ne reflète pas la valeur des actifs sous-jacents, ils présentent un risque accru de décrochage de la valeur liquidative en cas d'événement de marché ou d'événement de crédit. Ce risque est une incitation pour les investisseurs avertis à faire partie des premiers à sortir pour éviter une dévalorisation de leurs actifs. De ce fait, les CNAV sont exposés à des risques de rachats massifs.

Le 29 avril 2015, le Parlement européen a adopté en première lecture une position sur le projet de règlement européen encadrant les fonds monétaires et amendement sur un certain nombre de points la proposition de texte publiée par la Commission en septembre 2013. Ce vote, qui constitue une étape-clé dans le processus de décision européen, vient clore plusieurs mois d'intenses discussions se cristallisant autour la difficile question du traitement des fonds CNAV.

Le texte du Parlement européen qui semble s'inspirer de la réforme américaine adoptée par la SEC en juillet 2014 prévoit la création de trois nouveaux types de fonds monétaires et ne tient pas suffisamment compte des spécificités des marchés monétaires européens.

Le Parlement Européen propose de définir trois types de fonds monétaires à valeur liquidative constante

Le Parlement a choisi de restreindre l'utilisation du modèle CNAV à trois types de fonds : (i) des fonds investis de manière prépondérante dans des titres de dette publique européenne ; (ii) des fonds destinés à être commercialisés auprès d'investisseurs dits non professionnels¹¹¹ ; (iii) des fonds à volatilité; et les autorise à recourir à des outils de gestion de la liquidité afin de renforcer la sécurité de ces produits. Par ailleurs, le Parlement propose un certain nombre de modifications du dispositif général d'encadrement des fonds monétaires telles que un renforcement des exigences de transparence et de stress tests, l'interdiction du recours au soutien du sponsor ou un calibrage des coussins de liquidité des fonds ajusté en fonction de la méthode de valorisation des titres employée.

Certaines des propositions adoptées par le Parlement pourraient être de nature à introduire de nouveaux risques. C'est le cas tout particulièrement du nouveau type de fonds CNAV investis majoritairement dans de la dette publique européenne qui soulève un certain nombre de questions telles que la détermination des critères d'éligibilité des dettes

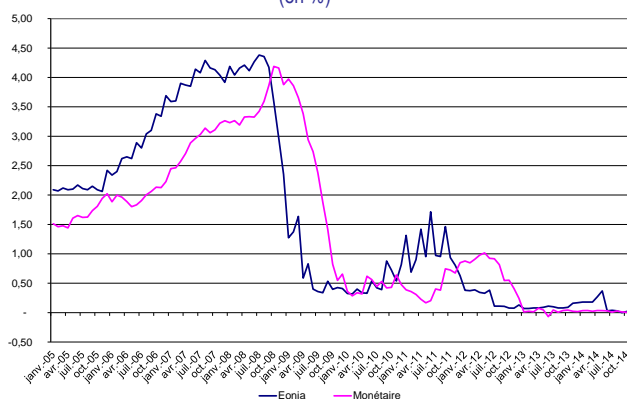
¹¹¹ Définies comme les organisations caritatives, organisations sans but lucratif, administrations publiques, fondations publiques et excluant le grand public.

publiques à l'actif de ces fonds, ou encore la probabilité de voir ces fonds secourus via des fonds publics en cas de problème.

**La réforme des
fonds monétaires
doit se poursuivre
en 2015**

La réforme des fonds monétaires en Europe doit se poursuivre en 2015 avec l'élaboration d'un texte par la Présidence lettone. Elle est d'autant plus importante que le contexte des taux d'intérêt très bas met en difficulté certains types de fonds. Il est très difficile pour des fonds CNAV de maintenir leur valeur liquidative constante lorsque les taux sont négatifs et les nouvelles règles applicables à l'ensemble des gestions monétaires pourraient avoir un impact sur la structure des portefeuilles et se révéler difficiles à mettre en place dans un contexte de marché défavorable (par exemple en raison de l'absence de liquidité ou de diversité d'émetteurs insuffisante).

**Graphique 70 : Performance des fonds monétaires et EONIA
(en %)**



Source : LIPPER.

4.6 Risque systémique sur la gestion d'actifs

Alors que les réformes visant au renforcement de la réglementation bancaire ont largement avancé, le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board* ou FSB) a déclaré vouloir faire de l'une de ses priorités l'examen des vulnérabilités des marchés financiers et plus particulièrement de la gestion d'actifs.¹¹² A cet égard, ses travaux, menés conjointement avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sur les méthodologies d'identification des entités non bancaires non assurantielles potentiellement globalement systémiques (« NBNI G-SIFI »¹¹³), se poursuivent. Ils ont d'ailleurs donné lieu à une seconde publication en date du 4 mars 2015, ouverte à consultation jusqu'au 29 mai 2015.

Leur objet est d'élaborer des méthodologies permettant d'identifier les entités non bancaires et non assurantielles présentant, individuellement, un risque systémique pour l'ensemble du système financier mondial (*too big to fail*). Si cette seconde consultation concerne les sociétés financières et les intermédiaires de marché (*broker-dealers*), les principales modifications qu'elle prévoit visent les acteurs de la gestion d'actifs. La première consultation proposait, en effet, une méthodologie se concentrant uniquement sur les fonds

¹¹² Lettre du Président du Conseil de stabilité financière, Mark Carney aux ministres des finances du G20 datée du 04/02/2015 : « (...) the FSB will prioritise work to understand and respond to vulnerabilities in capital market and asset management activities. It will examine the policy tools that could be applied to asset managers according to the activities they undertake with the aim of mitigating the systemic risk of fire sales and potential collapse of market liquidity. »

¹¹³ Les NBNI G-SIFIs sont définis dans la consultation comme les « non-bank non-insurer financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity at the global level or NBNI G-SIFIs in short. »

**La méthodologie
d'identification
des acteurs
systémiques non
bancaires est en
cours
d'élaboration**

d'investissement. Afin de développer une approche plus inclusive et pour mieux apprécier les risques effectifs pouvant être générés par les acteurs de la gestion d'actifs, l'approche proposée en la matière est qualifiée de « duale » : elle comprend deux méthodologies distinctes, l'une relative aux fonds d'investissements uniquement, et l'autre relative aux gestionnaires uniquement.

L'approche proposée est cohérente pour toutes les catégories d'acteurs. Elle prévoit la définition d'un seuil de matérialité, afin de restreindre le périmètre des acteurs soumis à la méthodologie aux seules entités pertinentes en termes de risque systémique global. Elle définit également des facteurs d'impact communs¹¹⁴, pour lesquels chaque méthodologie développe des indicateurs propres aux acteurs qu'elles visent.

Les travaux se poursuivent donc, avec pour objectif la définition d'un cadre robuste et prospectif permettant d'identifier les conditions dans lesquelles un ou plusieurs fonds ou sociétés de gestion pourraient être globalement systémiques. Même s'ils restent controversés¹¹⁵, ces travaux doivent aboutir avant la fin de l'année.

**Les risques
associés doivent
également être
analysés au
niveau de
l'industrie dans
son ensemble**

En parallèle, de plus en plus de voix se sont exprimées en faveur d'une approche fondée sur les risques générés par l'industrie dans son ensemble par opposition à une approche entité par entité, à la lumière de différentes initiatives internationales récentes. Le *Financial Stability Oversight Council* aux États-Unis, dans une consultation publiée en décembre 2014, s'interroge sur quatre familles de risques dans la gestion d'actifs : (i) la liquidité et les risques de rachats significatifs, (ii) le levier, (iii) les risques opérationnels et (iv) la résolution des gestionnaires. La Securities and Exchange Commission, par la voix de sa présidente, a annoncé à la même période un programme détaillé de réformes portant sur l'industrie de la gestion d'actifs portant notamment sur l'amélioration de la collecte de données, la gestion des risques et les plans de transition.

La problématique de la liquidité a été particulièrement mise en exergue. À cet égard, la part croissante dans les portefeuilles des fonds d'investissement d'actifs illiquides (tels que des titres de dette d'entreprise, des instruments *high yield*, ou la dette de pays émergents) a soulevé certaines inquiétudes à la lumière de la liquidité que les fonds doivent offrir à leurs investisseurs. L'attractivité de ces actifs pourrait répondre à une recherche de rendement face à la difficulté de générer du profit notamment dans un environnement de taux bas. Néanmoins, dans une situation de tension sur les marchés, les risques en cas de rachats massifs pourraient être significatifs, en particulier pour la gestion passive (compte tenu de son caractère automatique) ou pour les fonds investis sur le marché obligataire et offrant une liquidité quotidienne (en particulier en cas de remontée des taux d'intérêt).

L'ensemble de ces problématiques sont à l'étude au sein du Conseil de Stabilité Financière pour définir dans quelle mesure les risques générés par l'industrie de la gestion d'actifs doivent être pris en compte et selon quelles modalités.

¹¹⁴ La taille, l'interconnexion, la substituabilité, la complexité et la présence globale.

¹¹⁵ À l'issue de la première consultation, clôturée en avril 2014, des critiques avaient été émises principalement vis-à-vis de la méthodologie propre à la gestion d'actifs, qui se concentrait alors uniquement sur les fonds d'investissement. Était notamment soulignée une surpondération du critère de taille, jugée de nature à remettre en cause la pertinence du périmètre des fonds visés, en raison du manque de prise en compte du levier comme facteur discriminant selon certains. L'intérêt même d'une méthodologie qui viserait à identifier des fonds pouvant être individuellement systémiques était également mis en doute.

Conclusion

L'environnement réglementaire de la gestion d'actifs va être marqué dans les mois à venir par la mise en place de nombreuses directives et règlements très importants pour renforcer le cadre des activités de gestion autant que de distribution des fonds d'investissement. La fin de la mise en place des initiatives de la Commission européenne liées à la crise financière couvrira des sujets aussi variés et importants que les dérivés (poursuite de la mise en place du règlement EMIR), la standardisation des présentations d'instruments financiers destinés au grand public (règlement PRIIPS), ou les cessions temporaires (règlement SFTR sur le prêt/ emprunt et les prises/mises en pension). La transposition de la directive MIF II sur les instruments financiers reste un des enjeux majeurs jusqu'en 2017. Cette directive sera très importante notamment pour réduire les risques de mauvaise distribution de produit financiers, avec par exemple un ensemble de mesures très nouvelles sur la gouvernance des produits et les relations entre producteur et distributeurs. L'environnement de la gestion d'actifs est également très fortement marqué par des risques spécifiques liés à un contexte de marché nouveau de taux d'intérêt très bas qui nécessitent des aménagements des méthodes de gestion des risques autant que des processus de gestion financière.

BIBLIOGRAPHIE

- ACPR Banques françaises Résultats de l'évaluation complète des bilans bancaires, 26 octobre 2014.
- ACPR, La situation des grands groupes bancaires français à fin 2013, mai 2014.
- ACPR, La situation des grands groupes bancaires français à fin 2014, mai 2015.
- ACPR Stress-tests EBA-BCE 2014 – Comparaisons internationales, janvier 2015.
- Aitken, M., Harris, D., et Harris, F. (2015), « Fragmentation and Algorithmic Trading : Joint Impact on Market Quality », Working Paper, Wake Forest University (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2587314).
- Banque de France, Revue de la Stabilité Financière n° 19: financement de l'économie : de nouveaux canaux pour la croissance, avril 2015.
- Basel Committee on Banking Supervision (2014), The Standardised Approach for Measuring Counterparty Risk Exposure.
- BCE Comprehensive assessment stress test manual, août 2014.
- BCE Aggregate report on the comprehensive assessment, octobre 2014.
- BCE, banking structures report, octobre 2014.
- Benos, E., Sagade, S. (2012) High Frequency Trading Behaviour and its Impact on Market Quality: Evidence from the UK Equity Market, Bank of England Working Paper n° 469.
- Boehmer, E., Fong, K., Wu, J. (2014) « International Evidence on Algorithmic Trading », Working Paper (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2022034)
- Breckenfelder, H-J. (2013), Competition between High-Frequency Traders and Market Quality, Working Paper (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2264858)
- Brogaard, J. (2011), « The Activity of High-Frequency Traders », Working Paper, University of Washington.
- Brogaard, J., Hendershott, T., Ryordan, R (2014) High Frequency Trading and Price Discovery, Review of Financial Studies.
- Comerton-Forde, C., et Putnins, T., (2015) « Dark Trading and Price Discovery », Working Paper, University of Melbourne (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2183392).
- Degryse H., F. De Jong, et V. Van Kervel (2014) « The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality », *Review of Finance*.
- EBA Results of 2014 EU-wide stress test, 26 octobre 2014.
- ESRB EBA/SSM stress test: The macroeconomic adverse scenario, 17 avril 2014.
- Comité de Bâle sur la supervision bancaire (CBSB) "Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement", BIS, juillet 2013.
- European Banking Authority (EBA), Risk Dashboard, Q4 2014.
- ESMA (2014), *Economic Report on High-Frequency Trading in EU Equity Markets*, novembre 2014 (http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141 - hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf).
- Fidessa (2013) *European Dark Trading Analysis*, octobre.
- Financial Stability Board (2014), Eight Progress Report on OTC Derivatives Markets Reform Implementation.
- Foucault, T. (2015) « Arbitrage haute fréquence : Faut-il s'en inquiéter ? », Revue du Conseil Scientifique de l'Autorité des Marchés Financiers N°2 – mai 2015.
- Gresse C (2015) « Effects of Lit and Dark Fragmentation on Market Quality », *Working Paper*, Université Paris-Dauphine (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1918473).
- Harris, F., McNish, T., Sensenbrenner, F., et Wood, R. (2014) « Fragmentation and Price Discovery : a Comparison of Reg NMS and MiFID I », *Journal of Trading*, automne 2014.
- Hasbrouck, J. et Saar, G. (2011), Low Latency Trading, Johnson School Research Paper Series No. 35-2010 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1695460).
- Haslag, P., et Ringgenberg, M. (2015), « The Causal Impact of Market Fragmentation on Liquidity », Working Paper, Washington University of St. Louis (<http://ssrn.com/abstract=2591715>).
- ISDA (2013), Non-Cleared OTC Derivatives: their Importance to the Global Economy.
- ISDA (2014), ISDA Margin Survey 2014.
- ISDA (2015), Cross-Border Fragmentation of Global Derivatives: End-Year 2014 Update, ISDA Research note.
- Kirilenko, A., Kyle, A., Mehرداد, S., Tugkan, T. (2014), The Flash Crash: the Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1686004).
- Lescourret, L., et Moïnas, S. (2015), « Liquidity Supply across Multiple Trading Venues », *Working Paper*, (<http://ssrn.com/abstract=2498277>).
- Menkveld, A., (2013) « High Frequency Trading and the New Market Makers », *Journal of Financial Markets* (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1722924).

LISTE DES ACRONYMES

ABE	Autorité bancaire européenne (EBA)	MIF	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
ABS	<i>Asset backed securities</i>	MiFID	<i>Markets in financial instruments directive</i>
ABSPP	<i>Asset backed securities purchase programme</i>	MRU	Mécanisme de résolution unique
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	MSU	Mécanisme de supervision unique
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)	MUNFI	<i>Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation</i>
AFG	Association française de la gestion	NFSR	<i>Net Stable Funding Ratio</i>
AFME	<i>Association for Financial Markets in Europe</i>	OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
AIFM	<i>Alternative investment fund managers</i>	OFI	<i>Other financial intermediaries</i>
AMF	Autorité des marchés financiers	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
BCE	Banque centrale européenne (ECB)	OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
BFI	Banque de financement et d'investissement	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
BIS	<i>Bank for International Settlements (BRI)</i>	ORIAS	Organisme pour le registre des intermédiaires en assurance
BGC	Banque de grande clientèle	OTC	<i>Over the counter</i> (de gré à gré)
BRI	Banque des règlements internationaux (BIS)	PIB	Produit intérieur brut
CCP	<i>Central Counterparty</i> (Chambre de compensation)	PME	Petites et moyennes entreprises
CCSF	Comité consultatif du secteur financier	PNB	Produit national brut
CDO	<i>Collateralised debt obligation</i>	PRIPS	<i>Packaged Retail Investments Products</i>
CDS	<i>Credit default swap</i>	PRIIPS	<i>Packaged Retail and Insurance-Based Investments Products</i>
CERS	Comité européen du risque systémique (ESRB)	QE	<i>Quantitative Easing</i> (assouplissement quantitatif)
CET1	<i>Common Equity Tier 1</i>	RDB	Revenu disponible brut
CFD	<i>Contract for difference</i>	Re-remic	<i>Resecurisation of real estate mortgage investment conduits</i>
CFTC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>	RMBS	<i>Residential mortgage-backed security</i>
CIF	Conseillers en investissements financiers	SCI	Société civile immobilière
CIP	Conseiller en investissements participatifs	SCPI	Société civile de placement immobilier
Cocos	<i>Contingent capital convertible</i>	SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
CRD	<i>Capital requirements directive</i>	SEF	<i>Swap execution facility</i>
CREDOC	Centre de recherche pour l'étude et l'observation des conditions de vie	SFTR	<i>Securities Financing Transaction Regulation</i>
CRR	Capital requirements regulation	SIIC	Société d'investissement immobilier cotée
CSD	<i>Central Securities Depository</i>	SLP	Société de libre partenariat
DTCC	<i>Depository Trust and Clearing Corporation</i>	TLRTO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
EBA	European Banking Authority (ABE)	UC	Unités de compte
ECB	European Central Bank (BCE)	UCITS	<i>Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities</i>
EFAMA	Association européenne de la gestion d'actifs	UE	Union européenne (EU)
ELTIF	<i>European long-term investment funds</i>	UMC	Union des marchés de capitaux
EMIR	<i>European Market Infrastructures Regulation</i>	WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
ESMA	European Securities and Markets Authority (AEMF)		
ESRB	European Systemic Risk Board (CERS)		
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (Produit indiciel coté)		
ETI	Entreprises de taille intermédiaire		
EU	European Union (UE)		
EUSEF	Fonds d'entrepreneuriat social européen		
EUVECA	Fonds d'investissement de capital risque européen		
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise		
Fed	Réserve fédérale des États-Unis		
FFSA	Fédération française des sociétés d'assurance		
FIA	Fonds d'investissement alternatif		
FIP	Fonds d'investissement de proximité		
FMI	Fonds monétaire international (IMF)		
FRA	Fiche de renseignements annuels		
FSB	<i>Financial Stability Board</i> (CSF)		
HCSF	Haut conseil de stabilité financière		
HFT	<i>High Frequency Trading</i> (trading haute fréquence)		
ICMA	<i>International Capital Market Association</i>		
IEFP	Institut pour l'éducation financière du public		
IMF	<i>International Monetary Fund</i> (FMI)		
IOSCO	<i>International Organisation of Securities Commission</i> (OICV)		
ISDA	<i>International Swaps Dealers Association</i>		
LCR	<i>Liquidity Coverage Ratio</i>		
LSE	<i>London Stock Exchange</i>		
MAD	<i>Market Abuse Directive</i>		
MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>		

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Taux des emprunts d'État	10
Graphique 2 : Courbe des taux des États	10
Graphique 3 : Courbe des taux des agents privés par secteur et notation de crédit	11
Graphique 4 : Spreads corporate selon les catégories de notation	11
Graphique 5 : Évolution des indices de CDS d'émetteurs privés en Europe et aux États-Unis	11
Graphique 6 : Évolution des taux de change bilatéraux vis-à-vis de l'euro	13
Graphique 7 : Émissions de titres de dette des sociétés classées en catégorie spéculative	13
Graphique 8 : Émissions de titres de dette corporate dans les pays émergents	13
Graphique 9 : Émissions mondiales de titres de dette convertible	14
Graphique 10 : Émissions mondiales de CoCos	14
Graphique 11 : Dette de marché vs dette bancaire dans le secteur non financier en France et dans la zone euro ..	15
Graphique 12 : Flux d'endettement net cumulés dans le secteur non financier	15
Graphique 13 : Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis	17
Graphique 14 : Évolution des indices actions dans les pays développés	19
Graphique 15 : Évolution des principaux indices actions selon les zones géographiques	19
Graphique 16 : Levées de capitaux sur les marchés d'actions dans le monde	20
Graphique 17 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe en 2014 selon la place de cotation	20
Graphique 18 : Émissions nettes d'actions	20
Graphique 19 : Ratio CET 1 moyen par pays après réalisation du scénario stressé	22
Graphique 20 : Marge nette d'intérêt	24
Graphique 21 : Produit net bancaire agrégé de 3 banques françaises	25
Graphique 22 : Commissions nettes	26
Graphique 23 : Coût du risque agrégé de 3 banques françaises	26
Graphique 24 : Coût du risque de grandes banques internationales	26
Graphique 25 : Produit net bancaire par activité	27
Graphique 26 : Cours du baril de pétrole brut (Brent) et indice Bloomberg Commodity	28
Graphique 27 : Évolution Eurostoxx50 / Eurostoxx Oil&Gaz	29
Graphique 28 : Volumes traités dans les carnets d'ordres électroniques de bourses	31
Graphique 29 : Nombre de titres échangés dans les carnets d'ordres électroniques de bourses	32
Graphique 30 : Volumes actions échangés sur Euronext Paris	32
Graphique 31 : Répartition des volumes sur CAC 40 par type d'exécution	33
Graphique 32 : CAC 40 : répartition des parts de marché sur les volumes <i>Lit</i>	34
Graphique 33 : FTSE 100 : répartition des parts de marché sur les volumes <i>Lit</i>	34
Graphique 34 : DAX : répartition des parts de marché sur les volumes <i>Lit</i>	34
Graphique 35 : Indice d'Herfindahl sur CAC 40, DAX et FTSE 100	35
Graphique 36 : Volumes échangés sur les <i>dark pools</i> sur les valeurs du CAC 40, du DAX et du FTSE 100	36
Graphique 37 : Parts de marché des <i>dark pools</i> sur valeurs du CAC 40, du DAX et du FTSE 100, mai 2015	36
Graphique 38 : Taux de dépôt BCE et taux français à 2 ans	42
Graphique 39 : Écart de taux 10 ans-2 ans français	42
Graphique 40 : Spreads de crédit sur dette corporate 7-10 ans	43
Graphique 41 : Dérivés de gré à gré : montant notionnel global	45
Graphique 42 : Montants en valeur de marché brute	45
Graphique 43 : Expositions brutes de crédit	46
Graphique 44 : Volumes et parts de marché sur swaps de taux	47
Graphique 45 : Volumes et parts de marché sur dérivés actions	47
Graphique 46 : Volumes et parts de marché sur dérivés de change	47
Graphique 47 : De la mesure large à la mesure restreinte de la finance parallèle	52
Graphique 48 : Taux d'épargne brut et taux d'épargne financière des ménages	58
Graphique 49 : Placements financiers nets des ménages	60
Graphique 50 : Principaux placements financiers nets des ménages	60
Graphique 51 : Patrimoine financier net des ménages	60
Graphique 52 : Principaux encours financiers nets des ménages	60
Graphique 53 : Principaux placements financiers bancaires	61
Graphique 54 : Rémunération nominale de quelques placements	62
Graphique 55 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en unités de compte et CAC 40	63
Graphique 56 : Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie en euros et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État	63
Graphique 57 : Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans les principaux encours financiers des ménages	64
Graphique 58 : Poids des actions détenues de façon directe et indirecte dans les principaux encours financiers des ménages ventilés par type de support	64
Graphique 59 : Principaux placements financiers annuels des ménages dans quelques pays européens en 2013 ..	65
Graphique 60 : Structure des principaux encours financiers des ménages en 2013 dans quelques pays européens	65
Graphique 61 : Structure des risques financiers portés par les ménages	67
Graphique 62 : Évolution du poids des placements financiers selon leur classe de risque	68
Graphique 63 : Flux nets à destination des fonds commercialisés en France	76
Graphique 64 : Encours sous gestion des fonds commercialisés en France	76
Graphique 65 : Encours globaux des fonds de gestion collective	78

Graphique 66 : Flux nets de collecte globaux par les fonds de gestion collective	79
Graphique 67 : Flux nets de collecte en Europe par type de fonds	80
Graphique 68 : Exposition par pays des fonds soumis au reporting AIFM	86
Graphique 69 : Exposition par principales devises des fonds soumis au reporting AIFM	86
Graphique 70 : Performance des fonds monétaires et EONIA	88

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Palmarès des fusions et acquisitions	21
Tableau 2 : Ratio CET1 des banques françaises	22
Tableau 3 : Soldes intermédiaires de gestion	24
Tableau 4 : Évolution et structure des patrimoines économique et financier des ménages	59
Tableau 5 : Structure des risques financiers portés par les ménages	67
Tableau 6 : Présentation des classes de risque	68

LISTE DES ENCADRES

Encadré 1 : Vers une régulation harmonisée des marchés de dérivés financiers de matières premières en Europe	30
Encadré 2 : Les évolutions du régime de transparence sous MIF II, pour les instruments action et les instruments non-action	38
Encadré 3 : Des données sujettes à révision	58
Encadré 4 : De nouveaux produits apparus en 2014 participent au regain d'intérêt pour l'assurance vie	62
Encadré 5 : Risque en capital associé aux actifs financiers détenus par les ménages	66
Encadré 6 : CFD, options binaires, Forex : rappel des principales caractéristiques et des principaux risques de ces produits	70
Encadré 7 : Les enseignements des visites mystère de l'AMF sur le Forex et les options binaires : un <i>trading</i> très risqué pour les épargnants	72
Encadré 8 : Niveau de culture financière des épargnants	73
Encadré 9 : Règlement européen relatif sur les produits d'investissement de détail « packagés » (dit « PRIIPs ») : une meilleure information pour les investisseurs de détail	74
Encadré 10 : Évolution réglementaire encadrant les propositions d'investissement dans les produits atypiques	75

« Risques et tendances » est une publication réalisée par la Division Études, stratégie et risques de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers.

Directeur de la publication
Stéphane Gallon

Équipe de rédaction
Elsa Aubert
Sébastien Bagot
Arnaud Baranger
Kheira Benhami
Vanessa Casano
Cindy David
Majdi Debbich
Anne Delannoy
Anne Demartini
Vincent Derbali
Delphine Dirat
Olivier Eon
Nathalie Galizot-Corme
Philippe Garrau
Anne Gillet
Luc Goupil
Pauline Guérin
Ulrike Kohl
Natacha Mosson
Carine Romey
Julien Ruderman
Marie Seiller
Christelle Squibb

Secrétariat
Muriel Visage

