Autorité des marchés financiers

Direction de la Régulation et des affaires internationales

Division Études, stratégie et risques

Mai 2011

Risques et tendances - n°10

CARTOGRAPHIE 2011 DES RISQUES ET DES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

AMF

Achevé de rédiger le 6 mai 2011

Cette étude a été préparée par la Division Etudes, stratégie et risques de l'Autorité des marchés financiers. 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

La science des risques, ou cindynique, n'est pas une science exacte. Vous pouvez toujours vous tromper dans l'identification du risque lui-même, dans l'évaluation de sa dangerosité ou encore dans l'appréciation de ses possibles conséquences. Et avoir eu raison est une maigre consolation si vous n'avez pas pu ou su éviter les risques que vous auriez pointés du doigt.

Cette nouvelle édition de la cartographie des risques de l'AMF ne fait pas exception à la règle. Nous ne cherchons pas à jouer les Cassandre. Notre seul objectif, c'est d'alerter sur certains risques, de nous donner les moyens de les prévenir ou d'en amortir les retombées trop brutales. Nous évoquons aussi les risques sur lesquels nous n'avons pas de prise mais qui doivent être présents à l'esprit compte tenu des interactions toujours possibles.

Même si nos analyses de l'an dernier ont été corroborées par les faits, le vrai motif de satisfaction pour moi tient à ce que nous ayons réussi à sensibiliser les pouvoirs publics aux transferts de risques de la sphère bancaire vers d'autres secteurs du système financier, moins régulés et donc plus vulnérables, ainsi qu'aux risques liés à la financiarisation des marchés de matières premières et aux dysfonctionnements intrinsèques de marchés de plus en plus rapides, opaques et fragmentés. Ces trois sujets ont été inscrits à l'agenda des travaux du G20.

Demain, je sais trouver la même oreille attentive à l'énoncé des nouveaux risques que cette cartographie recense. Qu'il s'agisse des risques pour le financement des entreprises compte tenu des répercussions de la réorganisation du paysage boursier mondial sur les valeurs petites et moyennes, qu'il s'agisse encore de l'offre de produits de plus en plus complexes au moment même où la directive OPCVM IV commencera à produire ses effets, qu'il s'agisse enfin des risques sur la formation des prix du fait du développement de la gestion passive et de l'expansion du *trading* automatisé, l'AMF se prépare en faisant évoluer son organisation (voyez le renforcement du suivi des activités de marché, du post-marché et de ses acteurs), sa doctrine (voyez les nouvelles règles sur la commercialisation des produits complexes) ou ses travaux (sur le *trading* haute fréquence, les produits indiciels cotés, les PME, etc.). Sans oublier que nous continuons à dérouler les initiatives découlant de la dernière cartographie des risques, sur la surveillance des marchés de gré à gré, y compris de CDS sur dettes souveraines, des marchés de dérivés de matières premières ou la supervision et la régulation du *shadow banking*. Cette cartographie peut donc servir de grille de lecture de toutes nos actions et a inspiré en partie le travail de révision de notre plan stratégique. Il reste très ambitieux car plus le cadre de régulation sera robuste, mieux nous serons armés contre les risques.

Les travaux que nous vous présentons aujourd'hui ont été enrichis des informations échangées au sein du COREFRIS (Conseil de la régulation financière et du risque systémique) et de l'ERSB (Conseil européen du risque systémique). Ce dialogue à double sens - les risques "marchés" sont progressivement intégrés dans les cadres de supervision des risques national et européen et l'AMF bénéficie en retour de données macro-prudentielles qui l'éclairent dans ses propres travaux – est un des acquis de l'année écoulée. Il ne suffira pas à supprimer les risques, quels qu'ils soient - après tout ils sont inhérents à la vie des marchés. Mais il nous donne une longueur d'avance pour les juguler, ce que nous n'avions pas pu faire en 2008. C'est déjà ça.

Jean-Pierre JOUYET, Président de l'Autorité des marchés financiers

SOMMAIRE

ÉDITORIAL 3

SOMMAIRE 4

TENDANCES DES MARCHÉS ET DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE 12
1. LE MARCHE DU CREDIT MARQUE PAR LE RISQUE SOUVERAIN 13
2. LA SITUATION TOUJOURS DIFFICILE DU SECTEUR BANCAIRE 15
3. LE MARCHE DE LA TITRISATION DEMEURE FRAGILE 20
4. LA RECHERCHE DE RENDEMENT DOPE LE *HIGH YIELD* ET LES EMERGENTS 21
5. LE RISQUE SOUVERAIN PESE SUR LES MARCHES D'ACTIONS EN EUROPE 24
6. LE RECOURS AUX MARCHES BOURSIERS EST RESTE SOUTENU AU PLAN MONDIAL 26
7. LES MARCHES ACTIONS PEINENT A ATTIRER EN FRANCE, MALGRE CERTAINS SIGNES POSITIFS 28
8. MATIERES PREMIERES : LA REPRISE A ALIMENTE LA HAUSSE DES PRIX, TANDIS QUE SE POURSUIVENT LES REFLEXIONS SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE 29

SYNTHESE 34

ORGANISATION DES MARCHES ET DE L'INTERMEDIATION FINANCIERE 35
1. LES RISQUES LIES AUX EVOLUTIONS DE LA STRUCTURE DES MARCHES ACTIONS DEVIENNENT PLUS APPARENTS 36
2. DES PROGRES SUR LES MARCHES DERIVES DE GRE-A-GRE MAIS UN EQUILIBRE FINAL ENCORE INCERTAIN 41

SYNTHESE 50

EPARGNE DES MENAGES 51
1. LE CARACTERE BINAIRE DU PORTEFEUILLE DES MENAGES SE RENFORCE DE FAÇON SIGNIFICATIVE 52
2. LE POIDS DE LA GESTION COLLECTIVE S'EST ENCORE REDUIT EN 2010 59
3. LA DETENTION GLOBALE D'ACTIONS DEMEURE QUASIMENT INCHANGEE PAR RAPPORT A 2009 60
4. LE DEVELOPPEMENT D'UNE OFFRE DE PRODUITS COMPLEXES ET RISQUES AUPRES DU GRAND PUBLIC 61
5. LE PATRIMOINE DES MENAGES DEMEURE MAJORITAIREMENT CONSTITUE D'ACTIFS TRES PEU RISQUES 63

SYNTHESE 65

LA GESTION D'ACTIFS 66
1. PANORAMA D'ENSEMBLE : LA REALLOCATION DES FLUX EN DIRECTION DES FONDS DE LONG TERME S'ACCOMPAGNE D'UNE PROGRESSION DES ENCOURS GERES 67
2. LA MONTEE EN PUISSANCE DE LA GESTION PASSIVE ET SON EXTENSION AUX ACTIFS OBLIGATAIRES ET EMERGENTS 68
3. LE *PRIVATE EQUITY* CONFRONTE A UN REPLI DES BANQUES ET DES ASSURANCES 71
4. PERSPECTIVES POUR L'INDUSTRIE DES FONDS MONETAIRES 73

SYNTHESE 76

Liste des acronymes 77
Liste des graphiques 78
Liste des encadrés 79

Les risques identifiés en 2010 se confirment cette année et certains sont désormais abordés au niveau international

Comme les années précédentes, la cartographie de l'AMF couvre les tendances des marchés et du financement de l'économie (chapitre 1), les évolutions structurelles des marchés et au niveau des intermédiaires (chapitre 2), l'épargne des ménages (chapitre 3) et la gestion collective (chapitre 4). **La plupart des risques identifiés en avril 2010 lors du précédent exercice se confirment cette année**, et certains, dans le contexte de la crise de la dette souveraine en Europe, se sont accentués. Par ailleurs, plusieurs **sujets importants mis en avant par l'AMF constituent des axes majeurs et nouveaux du programme de travail du G-20** en matière de régulation financière :

- les transferts de risques de la sphère bancaire vers d'autres secteurs du système financier, désormais traités sous l'angle général du *shadow banking*[1] ;
- les objectifs de transparence, d'intégrité et d'efficience des marchés ;
- l'encadrement et la surveillance des marchés dérivés de matières premières.

Des évolutions en 2011 marquées par le risque souverain en Europe et les taux bas

L'année 2010 a été marquée au plan mondial par une consolidation sur les marchés du crédit et des actions. Dans un environnement caractérisé par une abondance de liquidités et des taux bas, la recherche de rendements a par ailleurs bénéficié aux segments ***high yield*** **et émergents**, tandis que les marchés de matières premières ont continué à attirer des flux de placements importants. En Europe cependant, la **crise de la dette souveraine** et les **craintes sur le secteur bancaire** ont pesé sur les marchés, confrontés en outre à un **redémarrage difficile du marché de la titrisation**.

Au niveau des ménages français, le climat d'incertitude s'est traduit par un **niveau encore très élevé de placements peu risqués**, répartis entre contrats d'assurance vie en euros et dépôts bancaires, ces derniers retrouvant la faveur des épargnants. Le niveau des taux d'intérêt a par ailleurs contribué à la poursuite de la **décollecte sur les fonds monétaires** en France et explique en partie le développement d'une offre de **produits plus complexes et/ou plus risqués**, structurés notamment sous la forme de certificats. Enfin, **la gestion collective française n'a pas profité d'une évolution globalement positive du secteur** au niveau mondial, les encours gérés en France se tassant modestement sur l'année 2010.

Les évolutions structurelles sur les marchés se poursuivent sous l'effet des réformes, de l'expansion des technologies de négociation et du développement de certains acteurs. Renforcement de la **fragmentation** et croissance du ***trading*** **haute fréquence** caractérisent les marchés actions, tandis qu'on note des **progrès sur les marchés dérivés de gré à gré** en termes de réduction des risques et d'information disponible. L'organisation des marchés est par ailleurs étroitement liée aux évolutions au niveau des intermédiaires, elles-mêmes largement dictées par les réformes adoptées en 2011 (Dodd-Frank aux Etats-Unis, Bâle III).

Les risques identifiés

Les tendances détaillées dans le reste du document font ressortir plusieurs risques, de nature différente. Certains de ces risques concernent l'environnement macroéconomique et financier et sont par essence structurants pour le fonctionnement des marchés et leurs participants ; d'autres, plus microéconomiques, sont relatifs à un marché ou à des acteurs particuliers et ont un impact de ce fait plus limité. La capacité d'action des régulateurs vis-à-vis de ces différents risques varie également beaucoup. Les risques identifiés sont les suivants :

- **Des risques macro-financiers** : de nouvelles dégradations des **situations budgétaires** de certains États et des **bilans des banques** pourraient significativement impacter la stabilité financière ; à cet égard, les tests de résistance bancaires, dont les résultats seront publiés en juin, constituent un enjeu important de transparence et de

[1] Le *shadow banking system* est généralement défini comme une activité d'intermédiation financière opérée en dehors du système bancaire et combinée à une transformation de liquidité et/ou de maturité. Cf. Conseil de la stabilité financière, *Shadow banking: Scoping the issues*, avril 2011.

confiance. La progression rapide des flux mondiaux de **placements sur des actifs risqués et/ou peu liquides** ayant pu participer à la formation de bulles constitue aussi une source potentielle de tension, en particulier en cas de hausse de l'aversion au risque ou de choc (chapitre 1). Ce risque n'est également pas indépendant des évolutions à attendre en matière de politique monétaire, dont la normalisation pourrait avoir des impacts transitoires sur les marchés.

- **Des risques sur le marché de la titrisation et en ce qui concerne les évolutions du financement des banques :** en dépit des mesures prises pour renforcer la transparence et la discipline, le marché de la titrisation peine à redémarrer ; on note par ailleurs la poursuite du développement de produits de re-titrisation (*re-remic*) qui posent des problèmes au niveau de l'appréciation du risque de crédit et en cas d'éventuelles dégradations. Plus généralement, la réforme du cadre prudentiel bancaire et les besoins de refinancement des banques peuvent conduire à des évolutions en matière de financement des banques, avec, d'une part, la progression des obligations sécurisées (*covered bonds*), et, d'autre part, les interrogations sur l'importance future des titres de capital contingent (*cocos*) et l'impact des discussions en cours sur les mécanismes d'absorption des pertes (*bail-in*) (chapitre 1).

- **Des risques liés aux évolutions des marchés de matières premières** : si les facteurs d'offre et de demande physiques paraissent encore aujourd'hui expliquer majoritairement les variations des cours des matières premières, plusieurs changements observés ces dernières années interpellent : croissance forte des marchés d'instruments dérivés, **rôle grandissant des intermédiaires financiers** au détriment des intervenants traditionnels (chapitre 1), **développement de produits** cotés indexés permettant aux investisseurs, y compris particuliers, de s'exposer aux matières premières (chapitre 4), croissance du *trading* algorithmique sur les marchés de *futures* (chapitre 2), augmentation depuis la crise de la **corrélation** entre les prix des marchés de matières premières et avec les prix des actifs financiers (chapitre 1). Plusieurs risques peuvent en découler, que ce soit au niveau des investisseurs confrontés à des marchés particulièrement volatiles, ou encore des phénomènes de **déstabilisation** résultant de flux d'investissement spéculatifs ou de mécanismes de contagion ou, enfin, des risques de **comportements frauduleux**.

- **Des risques sur la formation des prix** du fait de plusieurs tendances :

  - d'un côté, **l'expansion du *trading* algorithmique et du *trading* haute fréquence**, le développement de poches de liquidité ne contribuant pas au processus de formation des prix publics (***dark pools***) et le développement de stratégies de négociation et d'arbitrage sur différents instruments et/ou classes d'actifs ; le *flash crash* du 6 mai 2010 aux Etats-Unis a ainsi rendu plus apparents certains risques – opérationnels ou pour la stabilité des marchés financiers et la formation des prix. A terme, ces évolutions (qui ont aussi des conséquences pour la surveillance des marchés et le maintien de leur intégrité) peuvent **entamer la confiance des investisseurs** dans le fonctionnement des marchés boursiers et conduire à une réduction de leur participation (chapitre 2) ;

  - d'un autre côté, **le développement de la gestion passive**, y compris des supports de type produits indiciels côtés : en raison du caractère passif des allocations de portefeuille et de la canalisation de flux d'investissement sur des marchés éventuellement étroits, cette évolution structurelle – bien qu'encore limitée – pourrait altérer la qualité des processus de formation des prix (chapitre 4). Se pose donc globalement la question du **rôle des fondamentaux** dans la formation des prix et de la robustesse des mécanismes de confrontation des offres et des demandes.

- **Des risques pour le financement des entreprises** :

  - les nouvelles règles prudentielles et leurs conséquences sur l'activité des banques et des assurances vont remodeler les circuits de financement de l'économie et posent la question de la capacité des marchés à répondre aux besoins de financement à long terme ; le financement en fonds propres des entreprises peut dans ce contexte être gêné par une possible **diminution de la base d'investisseurs** capables de s'exposer durablement à un risque actions et par le **repli des banques et des assureurs du capital investissement** (chapitre 4) ;

  - face à ce constat général, la question de l'attractivité des marchés actions se pose plus particulièrement pour les **PME**. Même si des signes positifs sont notés sur Alternext, et ce, en dépit d'un contexte conjoncturel difficile, les contraintes réglementaires peuvent constituer un frein à l'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises (chapitre 1). En outre, le **mouvement de consolidation des bourses** affectant (entre autres) NYSE-Euronext et les pressions concurrentielles sur les marchés, ainsi que la concentration de la liquidité sur les grandes valeurs, renforcent les craintes pour l'animation du marché des valeurs petites et moyennes (chapitre 2). Se pose de même la question de la capacité des bourses à continuer de mutualiser les coûts de cotation pour les garder à un niveau supportable pour les plus petites entreprises.

- **Des risques pour la réforme des marchés de gré à gré d'instruments dérivés :** les travaux ont avancé rapidement en 2010 pour mettre en œuvre les objectifs fixés par le G-20 (chapitre 2). Le mouvement de compensation centralisée pour les instruments standardisés s'accompagne d'une prise en compte en amont des risques potentiels, même si des **choix importants pour la stabilité financière** doivent encore être faits (accès à la liquidité banque centrale, liens entre chambres, critères d'accès, notamment). En ce qui concerne la réforme de la négociation, les critères de transparence et de multilatéralité des plateformes de négociation font l'objet de débats ; se profile donc un **risque d'arbitrage réglementaire et/ou de réforme *a minima***.

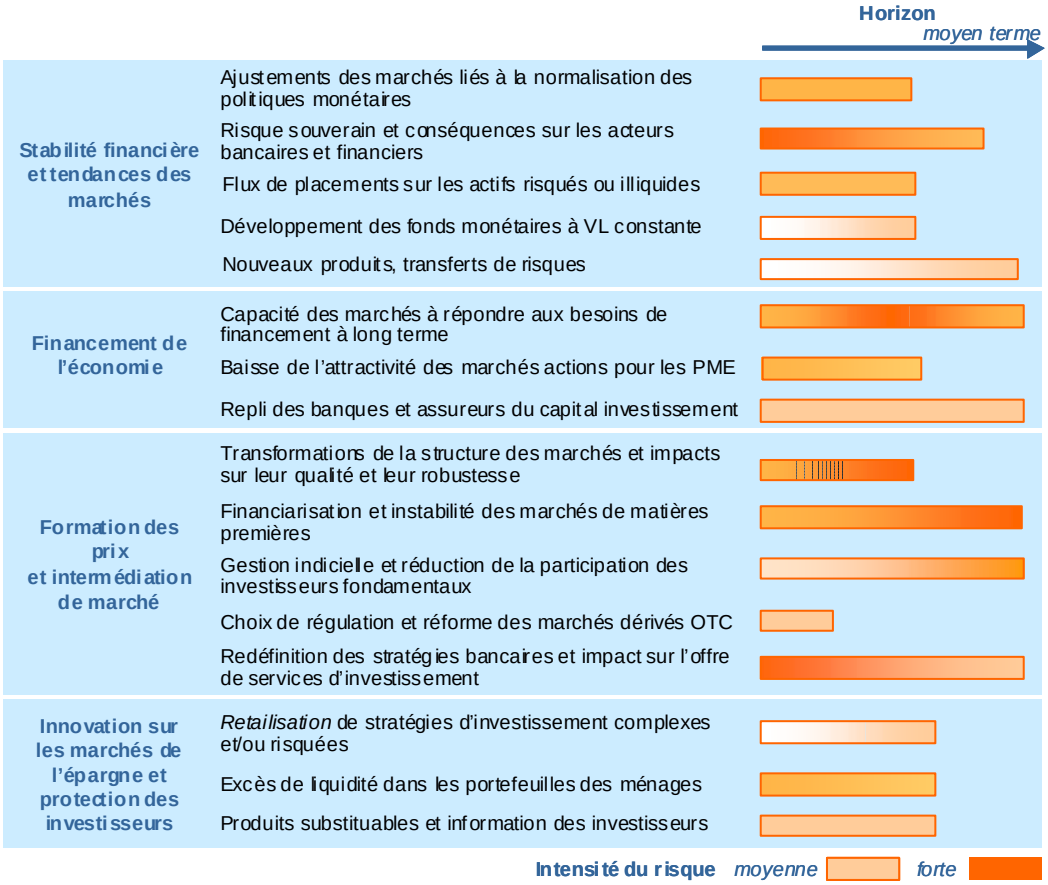
- **Des transferts de risques de la sphère bancaire** vers la gestion collective ou vers des entités peu ou pas régulées, en raison du durcissement des règles prudentielles, via des **déplacements d'activité** ou la création de **nouveaux produits** (chapitres 3 et 4). L'attention portée aux entités systémiques incitera aussi sans doute à la création d'acteurs plus petits, plus agiles et plus susceptibles d'échapper à la surveillance des régulateurs, pouvant combler un financement ou des activités de *trading* auparavant fournis par les banques.

- **Des risques liés à une offre de produits plus risqués et/ou plus complexes :** comme en 2010, on note cette année le développement de produits prenant des formes juridiques diverses : obligations structurées (**EMTN**) ou **fonds à formule**, **certificats** (chapitre 3), **produits indiciels cotés de seconde génération** plus complexes et permettant d'accéder à des classes d'actifs plus diversifiées (chapitre 4). En raison de leur complexité et de leur diversité, ces produits créent des risques de **mauvaise compréhension** et de *mis-selling* pour les investisseurs particuliers, mais aussi, éventuellement, pour les petites sociétés de gestion qui y ont recours. On note par ailleurs une tendance à la ***retailisation* des fonds de *private equity* et des *hedge* funds**, notamment (dans le cas des seconds) sous forme de véhicules d'investissement coordonnés (*newcits*) (chapitre 4). Ces tendances – qui peuvent être accélérées par les mutations rapides de la gestion collective dans le contexte de l'entrée en vigueur de la directive OPCM IV – illustrent les confusions possibles au niveau des investisseurs en ce qui concerne les cadres juridiques applicables et plaident pour une **approche transversale** des réglementations afférentes aux différents produits offerts au public.

- **Des risques liés à la croissance des fonds CNAV en Europe** : les réflexions se poursuivent sur le rôle systémique des fonds monétaires et leur contribution au *shadow banking system*. Si les mesures prises permettent de réduire significativement les risques apparus pendant la crise, notamment en redéfinissant leur univers d'investissement, des risques importants subsistent dans le cas **des fonds à valeur liquidative (VL) constante**, ce qui amène à s'inquiéter de leur croissance en Europe (chapitre 4).

Ces risques, de nature différente et concernant tant l'environnement global des marchés que certains segments ou acteurs, sont résumés dans le tableau ci-après.

Cartographie 2011 des risques



Les actions de l'AMF

L'analyse des risques guide les actions menées par l'AMF, à la fois dans ses missions de protection et d'information des investisseurs, de contrôle et de surveillance, et dans ses propositions de régulation. L'AMF s'attache à évaluer la portée des risques en travaillant avec les acteurs concernés et en développant une approche transversale des sujets, à partir d'une confrontation des données de marché et des observations opérationnelles. Cette démarche est illustrée par la création du Comité des risques de l'AMF début 2010.

Les risques identifiés dans cette cartographie confirment les analyses menées l'année précédente et justifient la poursuite d'actions déjà engagées. Quelques-uns des efforts entrepris sont décrits ci-après :

- **Doctrine relative aux produits structurés très complexes :** l'AMF, conjointement avec l'Autorité de Contrôle Prudentiel, a réagi face à la croissance rapide d'une offre de produits structurés très complexes commercialisés auprès de la clientèle particulière (fonds à formule et titres de créances complexes). En novembre 2010, les deux autorités ont communiqué ensemble afin de rappeler aux distributeurs leurs obligations et d'alerter les investisseurs sur la complexité de ces produits (cf. chapitre 3). Cette initiative forte a permis des progrès au niveau français et a contribué à une prise de conscience des risques dans le cadre européen.

- **Sensibilisation et contrôle pour les produits à forts avantages fiscaux** (fonds « ISF ») : l'AMF a rapidement engagé des actions pour renforcer la transparence des produits et le contrôle de la commercialisation. Elle a aussi analysé les évolutions au niveau des sociétés de gestion spécialisées dans le capital-investissement, des fonds et des holdings, contribuant ainsi l'évaluation des bénéfices des dispositifs d'encouragement pour le financement des PME mais aussi des risques éventuels. Les aménagements de la loi de finances 2011 (cf. chapitre 4) réduisent aujourd'hui ces risques, même si l'AMF continue à être vigilante, par exemple vis-à-vis du développement des plateformes de levée de fonds participative. Il faut aussi rappeler que les moyens d'action et de contrôle de l'AMF varient selon la nature juridique des véhicules d'investissement. Il s'agit donc d'éviter que des avantages fiscaux, qui, souvent, prennent le pas sur les autres critères de décision d'investissement (cf. chapitre 3), induisent des flux de placement importants vers des produits peu régulés et pour lesquels le niveau de protection des investisseurs est inférieur.

- **Trading haute fréquence : une évaluation des risques fondée sur une analyse fine des changements :** l'AMF a engagé un travail d'analyse à partir des données de surveillance des marchés, de manière à identifier les tendances, l'arrivée de nouveaux acteurs, les implications pour les différents intervenants et les risques éventuels pour la qualité du marché. Ce travail (cf. chapitre 2) a inspiré les positions défendues par l'AMF dans le cadre de la révision de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF). Les travaux se poursuivent à l'ESMA et à l'OICV.

- **Encadrement et surveillance des marchés dérivés de matières premières :** au niveau européen, les travaux avancent dans le cadre des deux directives MIF et Abus de marché. L'AMF participe aussi activement aux travaux de l'OICV, concentrés initialement sur le marché du pétrole et étendus depuis aux autres matières premières. Dans le cadre français et des nouvelles compétences de l'AMF établies par la loi de régulation bancaire et financière, l'AMF travaille avec la Commission de régulation de l'énergie pour l'encadrement et la surveillance du marché du carbone. Il est aussi primordial de progresser dans la compréhension de ces marchés ; le colloque scientifique de l'AMF de mai 2011 a ainsi porté sur ce sujet, rassemblant professionnels et universitaires.

- **Initiatives en faveur des petites et moyennes entreprises :** l'AMF contribue à l'Observatoire des PME cotées, créé en juillet 2010. L'Observatoire va proposer prochainement des recommandations, par exemple dans le domaine de l'analyse financière indépendante. Dans le cadre des négociations sur la révision de la directive Prospectus, l'AMF pilote un groupe de l'ESMA sur le prospectus allégé avec l'objectif d'assurer dans le dispositif européen un cadre adapté aux PME.

- **Risques liés aux produits indiciels cotés :** l'AMF note depuis plusieurs années la croissance rapide de ces produits, soulignant les avantages possibles pour les investisseurs, mais aussi les risques. Début 2010, un groupe de travail a été constitué pour mieux quantifier ces risques et alimenter les travaux au niveau français (méthodologies de *tracking errors*) et de l'ESMA (élaboration de *guidelines*, travaux sur

les indices de stratégie). L'AMF préside aussi un groupe de travail de l'OICV sur les fonds indiciels cotés. Les réflexions se poursuivent, avec l'objectif notamment de mieux expliciter les risques en fonction des caractéristiques des produits proposés (et notamment leur niveau d'encadrement) et d'en déduire des propositions de régulation.

- **Supervision et régulation du *« shadow banking »*** : les travaux engagés sur le *« shadow banking »* constituent un pilier important de la prévention des risques. Une définition large et évolutive est nécessaire, de manière à s'adapter aux innovations constantes de la finance. Pour l'AMF, le champ devrait ainsi notamment inclure les fonds monétaires, en particulier ceux à valeur liquidative constante, la titrisation mais aussi certains *hedge funds* ou fonds de *private equity*. Le travail mené, entre autres au sein du Conseil de la stabilité financière, devra permettre d'aboutir à des recommandations en matière de surveillance des risques comme de régulation directe ou indirecte.

Le suivi des risques : des changements dans l'organisation et l'approche de l'AMF

La mise en œuvre du plan stratégique 2009-2012 de l'AMF a déjà conduit à faire évoluer l'activité de l'AMF et à affirmer certains objectifs prioritaires, notamment dans le domaine de la protection des épargnants (création de la Direction de la relation avec les épargnants (DREP) en 2009). Cette dynamique se poursuit avec la réorganisation au printemps 2011 et le renforcement des activités de suivi opérationnel de l'organisation des marchés, du post-marché et de ses acteurs, permettant de renforcer la capacité à suivre les transformations de l'industrie et à détecter des risques éventuels.

Pour les investisseurs particuliers, la plate-forme « Assurance Banque Épargne Info Service » commune à l'AMF et à l'ACP constitue non seulement un service d'information et de protection de la clientèle, mais aussi un outil puissant de remontée des risques. Les deux autorités ont aussi renforcé leur veille directe sur les produits et la surveillance des campagnes publicitaires. Les visites mystère engagées par l'AMF en 2010 (cf. chapitre 3) constituent d'autre part un retour indispensable sur la mise en œuvre de la réglementation et la qualité du service offert aux investisseurs.

Le cadre macroprudentiel

Enfin, la démarche de l'AMF s'intègre plus globalement dans le nouveau cadre de supervision des risques mis en place suite à la crise (cf. Encadré 1 ci-après sur la création du Conseil européen du risque systémique). Pour l'AMF, il s'agit à la fois de contribuer à la vigilance commune, notamment en alertant sur des risques émergents, mais aussi d'informer son propre champ d'analyse en intégrant la dimension macroprudentielle.

Encadré 1 : Supervision macroprudentielle et implications pour les régulateurs de marché

La nouvelle architecture de supervision européenne est devenue effective au 1er janvier 2011. Elle crée trois nouvelles autorités de supervision microprudentielle, dont l'ESMA, ainsi que le Conseil européen du risque systémique (ESRB), chargé de la supervision macroprudentielle. Cette nouvelle institution apporte des changements importants pour la supervision des risques en Europe :

- la composition large de l'ESRB permet de renforcer la coordination et le croisement des vues ;
- son mandat est nouveau et complète le cadre microprudentiel en cherchant à prendre en compte les risques systémiques et les effets de procyclicité ;
- enfin, l'ESRB pourra émettre des alertes et des recommandations, adressées à l'Union Européenne, aux Etats-membres, ou bien aux autorités de supervision.

Les défis sont colossaux, tant au niveau du suivi des risques et des données disponibles, des méthodologies applicables (*stress tests* macro, analyse des réseaux et des interconnexions, etc.), que des instruments utilisables pour la politique macroprudentielle. Les enjeux sont significatifs pour les régulateurs de marché, qui font face à un champ de surveillance plus diversifié que les superviseurs bancaires et d'assurance et sont mal équipés pour suivre ou évaluer les risques. L'OICV a reconnu ces

difficultés, tout en soulignant le rôle important des régulateurs de marché dans la prévention des risques systémiques (IOSCO, *Mitigating Systemic Risks: The Role for Securities Regulators*, février 2011). Les principales conclusions de l'OICV sont les suivantes :

- la transparence des marchés et des produits est primordiale pour permettre aux régulateurs comme aux participants de marché d'évaluer correctement les risques et pour la confiance ;
- la protection des investisseurs et les règles de conduite contribuent à la stabilité financière ;
- les régulateurs doivent veiller aux risques que l'innovation financière peut engendrer ;
- les marchés financiers jouent un rôle central dans nos économies et peuvent créer comme transmettre des risques ; les régulateurs doivent donc progresser dans l'analyse de leurs vulnérabilités et des interdépendances avec le reste du secteur financier et l'économie réelle.

Quels moyens mettre en œuvre alors pour participer à la surveillance et la prévention des risques ? L'OICV, comme l'ESMA et l'AMF, ont intégré l'objectif de stabilité financière et de prévention des risques systémiques dans leurs objectifs de régulation, traduisant ainsi les recommandations du G-20. Parmi les actions à mener par les régulateurs de marché :

- Maintenir un degré de vigilance élevé, auquel cet exercice de cartographie contribue, et mettre en œuvre des actions préventives lorsque cela est nécessaire ;
- Développer de nouvelles méthodes d'évaluation des risques ; l'ESMA, en particulier, est chargée de réaliser des *stress tests* ; d'autres approches devraient être utilisées plus fréquemment, telles que des simulations et analyses de scenario ;
- Mettre en avant au sein des différents conseils des risques systémiques les risques pouvant se développer en dehors du secteur bancaire (par exemple, liés au *shadow banking*) ;
- Envisager de nouveaux instruments de politique macroprudentielle applicables en dehors du secteur bancaire, en particulier dans un objectif contracyclique.

TENDANCES DES MARCHÉS ET DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

1. Le marché du crédit marqué par le risque souverain ..... p. 13

2. La situation toujours difficile du secteur bancaire..... p. 15

3. Le marché de la titrisation demeure fragile..... p. 20

4. La recherche de rendement dope le *high yield* et les émergents ..... p. 21

5. Le risque souverain pèse sur les marchés d'actions en Europe..... p. 24

6. Le recours aux marchés boursiers est resté soutenu au plan mondial..... p. 26

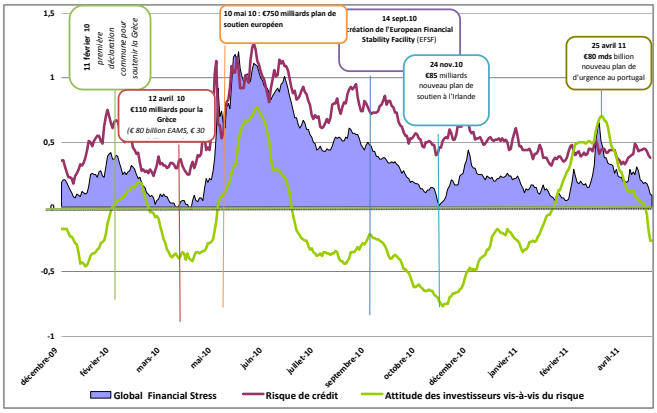
7. Les marchés actions peinent à attirer en France, malgré certains signes positifs ..... p. 28

8. Matières premières : la reprise a alimenté la hausse des prix, tandis que se poursuivent les réflexions sur le fonctionnement du marché ..... p. 29

SYNTHESE..... p. 34

Les marchés financiers ont été influencés en 2010 et au début de 2011 par un environnement macroéconomique et financier incertain, les signes positifs de reprise économique aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe, se combinant avec des craintes relatives à l'état des finances publiques et des secteurs bancaires. Le niveau bas des taux d'intérêt et la création de liquidités abondante ont par ailleurs joué un rôle dans les allocations de portefeuille en suscitant une recherche de rendement de la part des investisseurs, favorisant des classes d'actifs délaissées au plus fort de la crise. Dans ce contexte indécis, les marchés ont connu une forte volatilité, les investisseurs alternant des phases d'appétence forte et indifférenciée pour les actifs risqués et des phases d'aversion au risque.

Graphique 1 : Evolution des indices Merril Lynch, « GFSI index, *Global Financial Stress Index* »[2] et du risque de crédit depuis le début de l'année et principales interventions publiques



Source : Bloomberg

1. LE MARCHE DU CREDIT MARQUE PAR LE RISQUE SOUVERAIN

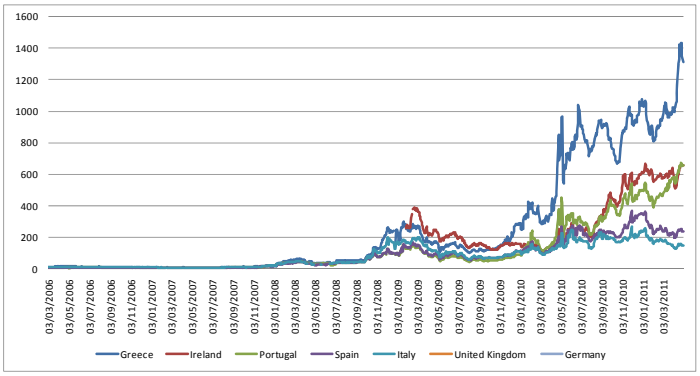
Des interventions déclenchées par la pression des marchés

La thématique essentielle du marché de la dette a été en Europe celle du risque souverain et de ses interactions avec le risque bancaire. La prééminence de mesures discrétionnaires prises par les autorités, le plus souvent sous la pression des marchés, a fortement participé à la hausse de la volatilité. Alors que les inquiétudes sur la dette européenne semblaient repoussées avec l'annonce au printemps de la création d'un Fonds de Stabilité Européen doté de 750 milliards d'euros jusqu'en 2013, les crises irlandaise et portugaise et le risque de contagion à d'autres pays de la zone euro comme l'Espagne ont conduit les Etats à envisager de nouveaux plans de soutien, notamment à l'Irlande fin novembre 2010 et au Portugal en avril 2011.

Les craintes de défaut sur les dettes publiques, parfois exacerbées par la diffusion de rumeurs, ont poussé les taux d'intérêt fortement à la hausse. L'ampleur historique des écarts enregistrés entre les dettes des pays européens a ainsi délimité une zone de pays considérés comme « risqués » (Espagne, Grèce, Irlande, Portugal), qui ont tous subi des dégradations importantes et répétées de leur notation. La dette de la Grèce, dont la notation est entrée en catégorie spéculative en fin d'année 2010, se négociait, au début du mois de mai 2011, à plus de 1400 points de base, soit 1200 points au-delà de la prime de *credit default swap* des pays jugés les plus sûrs (Allemagne et France).

[2] Ce nouvel indicateur de Merril Lynch " GFSI composite index" est calculé par agrégation d'une vingtaine d'indicateurs de stress portant sur différentes classes d'actifs et zones géographiques. Il permet d'appréhender trois dimensions de risque financier : le risque de volatilité, solvabilité et liquidité (risque de marché) ; la demande de couverture ; l'appétit au risque des investisseurs.

Graphique 2 : Evolution comparée des *spreads* souverains européens *(en points de base)*



Source : Bloomberg

La notation des Etats, un indicateur du risque de crédit désormais trop volatile ?

La dégradation de la qualité du crédit souverain s'étend au-delà de la zone euro, comme en atteste le nombre élevé de révisions de notations des agences. Les abaissements de notations sont demeurés nettement supérieurs aux rehaussements tout au long de 2010, avec une dégradation perceptible depuis l'été au niveau mondial, à l'image de la mise sous surveillance négative emblématique des États-Unis. La volatilité de la notation souveraine s'est sensiblement accrue en 2010 et au cours du premier trimestre 2011. Le rôle amplificateur des changements de notation des dettes souveraines et le calendrier de leurs annonces a une nouvelle fois entrainé des débats sur la référence à la notation comme mesure du risque et sur la problématique de la dépendance aux notations[3].

Tableau 1 : Dettes publiques en circulation *(en milliards de dollars)*, des primes de CDS *(en points de base)* et notation des dettes souveraines

Pays	Debt (Milliards de $)	CDS 5 ans	Var depuis début 2011	S&P	Moody	Fitch	Debt%GDP
Grèce	484	1301,49	291,49	BB-	B1	BB+	144
Irlande	143	658,22	49,57	BBB+	Baa3	BBB+	94,2
Portugal	209	645,74	144,77	BBB-	Baa1	BBB-	83,2
Espagne	933	216,03	-133,97	AA	Aa2	AA+	63,4
Italie	2 331	137,24	-102,63	A+u	Aa2	AA-	118,1
Belgique	459	132,08	-90,01	AA+u	Aa1	AA+	98,6
Japon	10 928	77,59	5,59	AA-u	--	AA	225,8
France	1 879	73,97	-33,92	AAAu	Aaa	AAA	83,5
Nv-Zélande	50	60,78	0,03	AA+	Aaa	AA+	25,5
Autriche	280	63,68	-36,91	AAA	Aaa	AAA	70,4
Royaume-Uni	1 725	56,58	-16,92	AAAu	Aaa	AAA	76,5
Australie	202	48,82	-1,18	AAAu	Aaa	AA+	22,4
Allemagne	1 814	43,72	-15,6	AAAu	Aaa	AAA	78,8
Hong-Kong	94	43,57	-3,99	AAA	Aa1	AA+	18,2
Etats-Unis	9 191	43,96	2,46	AAAu	--	AAA	58,9
Pays-Bas	441	33,93	-29,07	AAAu	--	AAA	64,6
Danemark	155	33,22	-12,78	AAA	Aaa	AAA	46,6
Finlande	112	29,51	-4,08	AAA	Aaa	AAA	45,4
Suisse	113	32,99	-7,48	AAAu	--	AAA	38,2
Suède	160	24,46	-9,55	AAA	Aaa	AAA	40,8
Norvège	96	16,78	-6,36	AAA	Aaa	AAA	47,7
Canada	634			AAA	Aaa	AAA	34
Islande	18			BBB-	Baa3	BB+	123,8
Singapour	118			AAAu	--	AAA	102,4

Dernière mise à jour le 2 mai 2011

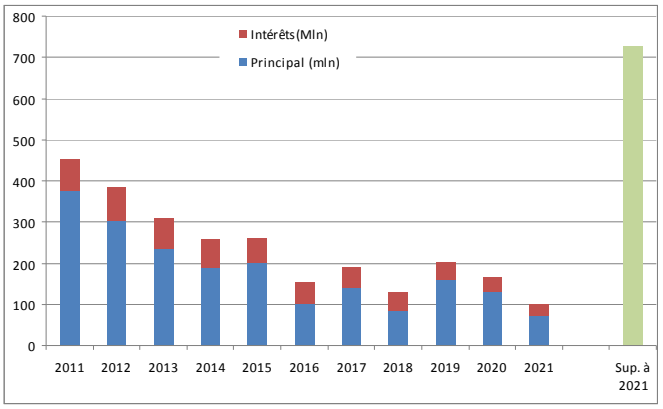
Source : Bloomberg - Dernière observation : 02/05/2011

[3] Dans son rapport sur les agences de notation de juillet 2010, l'AMF propose un certain nombre de pistes de réflexion, comprenant notamment la promotion d'une moindre dépendance à la notation, l'encouragement des investisseurs à conduire eux-mêmes leurs propres diligences, la promotion d'une offre de notation plus diversifiée et des règles plus strictes de communication des notations aux marchés. Le rapport du Conseil de la stabilité financière a aussi proposé des principes visant à réduire la dépendance mécanique aux notations (FSB, *Report on Principles to Reduce Reliance on Ratings*, octobre 2010). La SEC a par ailleurs publié le 9 février 2011 « *First in Series of Rule Amendments to Remove References to Credit Ratings* ». Voir aussi FMI, *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, octobre 2010.

Risques pour le refinancement des Etats

Le refinancement des Etats de la zone euro demeurera un point d'attention à court et moyen termes. En dépit des efforts déployés par les gouvernements pour réduire les déficits publics et qui ont abouti à la révision à la baisse des besoins de financement des Etats, l'offre globale de titres restera en effet élevée, de l'ordre de 825 milliards d'euros en 2011 d'après certaines estimations, notamment en raison des remboursements très élevés (voir Graphique 3 pour une sélection de pays). Les nouvelles menaces de dégradation annoncées par les agences depuis le début 2011, sur des pays comme la Belgique, l'Italie ou encore l'Espagne, témoignent des difficultés que pourraient rencontrer certains pays à se refinancer sur les marchés.

Graphique 3 : Remboursements de la dette globale de l'Espagne, de la Grèce, de l'Italie et du Portugal *(en milliards d'euros)* par maturité



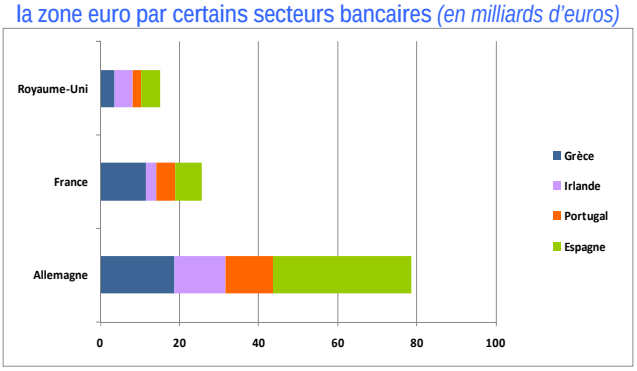
Source : Bloomberg

2. LA SITUATION TOUJOURS DIFFICILE DU SECTEUR BANCAIRE

Le risque souverain pèse sur les banques

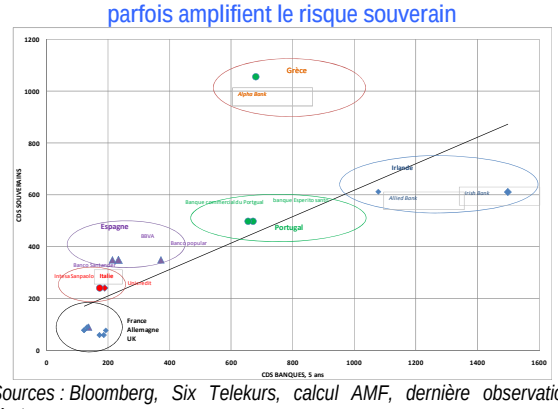
La hausse du risque souverain a lourdement pesé sur le secteur bancaire, notamment en raison du poids des titres de la dette publique dans les bilans bancaires. Le marché des *credit default swap* bancaires a ainsi évolué en phase avec la crise souveraine, soulignant les interactions négatives entre les tensions sur les financements des Etats et la situation du secteur bancaire (Graphique 6). Selon Natixis, environ 23% du stock de titres à long terme émis par la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, soit 442 milliards d'euros, seraient détenus par des banques de la zone euro, dont certaines auraient aussi des expositions importantes en termes de prêts. Les banques allemandes seraient plus exposées, la dette des pays les plus fragiles représentant 13% de leur portefeuille de dettes souveraines, contre 11% pour les banques françaises et 8% pour les banques anglaises (Graphique 4). L'intensification de la crise des souverains pourrait entraîner également à terme des difficultés de refinancement du secteur au regard du niveau historique atteint par les *spreads* bancaires, alors même que ces besoins de refinancement seront importants (estimés à 1 400 milliards de dollars d'ici trois ans par Morgan Stanley). Dans ce contexte, les tests de résistance du secteur bancaire revêtent une importance déterminante, à la fois pour évaluer la robustesse des établissements et pour renforcer la transparence vis-à-vis du marché en ce qui concerne les expositions des banques.

Graphique 4 : Détention de dette souveraine des pays périphériques de la zone euro par certains secteurs bancaires *(en milliards d'euros)*



Source : Natixis

Graphique 5 : Les *spreads* bancaires reflètent et parfois amplifient le risque souverain



Sources : Bloomberg, Six Telekurs, calcul AMF, dernière observation février 2011

Encadré 2 : Les *stress tests* bancaires : un enjeu de transparence et de confiance

Il s'agit d'exercices coordonnés au niveau européen, sur la base d'un certain nombre d'hypothèses communes. Les résultats du premier exercice ont été publiés en juillet 2010 et le second est en cours. Des tests sont aussi réalisés cette année sur les compagnies d'assurance.

En 2010 comme en 2011, certaines hypothèses des *stress tests* ont été critiquées comme n'étant pas assez strictes (notamment parce que n'envisageant pas le défaut d'un emprunteur souverain de la zone euro). La crédibilité des tests 2010, facilement réussis pour la grande majorité des établissements bancaires, a aussi été mise à mal par la crise irlandaise, survenue quelques mois après la publication de résultats positifs pour les banques du pays. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit d'un exercice de transparence tout à fait novateur et bénéfique pour la confiance des investisseurs.[4] En particulier, les informations sur l'exposition individuelle des établissements ont permis aux investisseurs et analystes de réaliser leurs propres évaluations.[5] En France comme dans d'autres pays européens, ces données ont été mises à jour lors de la publication des comptes 2010 des banques. Les tests imposent donc une nouvelle discipline en matière de communication au marché sur les risques. Du point de vue du régulateur et des investisseurs, c'est une évolution positive ; elle pose toutefois certaines questions, que ce soit au niveau de la gestion opérationnelle de la communication des informations, de l'articulation avec la communication financière récurrente des établissements, du niveau commun d'exigences entre établissements (notamment pour la mise à jour) et d'impact pour les établissements ne faisant pas partie des tests. Ces questions rejoignent d'autres problématiques de communication financière des établissements bancaires se posant de manière accrue (par exemple en ce qui concerne l'information transmise au marché sur l'impact des réformes de Bâle en 2009-10, et, dans le futur, celle sur les nouveaux ratios prudentiels).

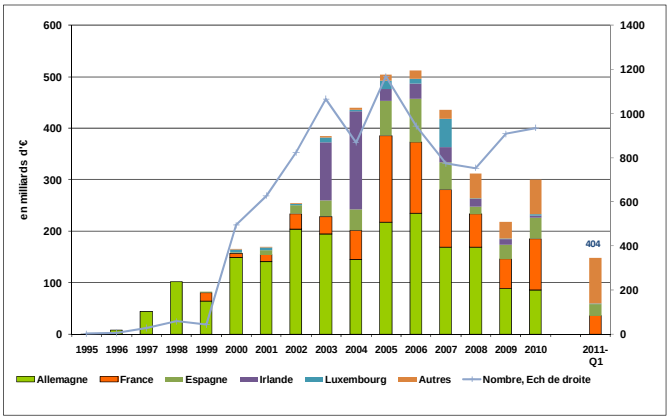
Progression du marché des obligations sécurisées

En matière de refinancement, les banques européennes ont recouru plus massivement aux *covered bonds.* Sur l'ensemble de l'année 2010, la hausse des émissions est ainsi de 44%, à 332 milliards de dollars, et les statistiques portant sur le premier trimestre 2011 suggèrent que cette tendance est encore à l'œuvre (Graphique 6). Ce segment de marché a bénéficié d'une forte demande des investisseurs, soucieux de sécuriser une partie de leur portefeuille face à une détérioration de la qualité des titres de la dette souveraine, ainsi que du soutien fourni par le programme de rachat de 60 milliards d'euros mis en place par la Banque

[4] Ce qui implique aussi la préparation et la mise en œuvre de plans d'action (recapitalisation, etc.) pour les banques les plus vulnérables (cf. par exemple, BCE, *Stress testing banks in financial crisis*, Financial Stability Review, déc. 2010).
[5] Voir BCE, *Assessment of the risks of EU Banks' exposures to sovereign debt as revealed in the exercise undertaken by the CEBS*, *op. cit.* Voir aussi, sur les tests américains de 2009, D. Morgan *et al.*, *The Information Value of the Stress Test and Bank Opacity*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, juill. 2010.

centrale européenne jusqu'à la fin du mois de juin 2010. Les banques cherchant à diversifier leur financement et à solliciter tous les marchés réceptifs, ont préféré émettre ce type de titres, finalement moins onéreux que certains titres garantis. Les banques moins bien notées qui ne pourraient plus émettre de la dette senior non garantie choisiront probablement la voie des *covered bonds* comme source de financement alternative en 2011.

Graphique 6 : Emissions de titres de dette sécurisée *(en milliards d'euros)*



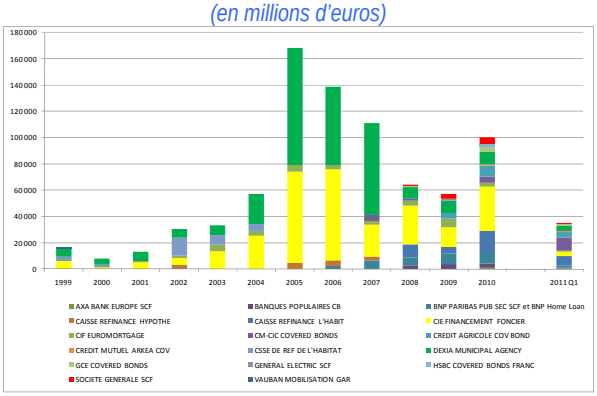
Source : Bloomberg

Le marché français des obligations sécurisées affiche plus généralement une forte progression depuis une dizaine d'années. Depuis 2000, les émissions annuelles sont passées de moins de 1 milliard d'euros à plus de 100 milliards (Graphique 7), ce qui représente 30% du marché européen. A la faveur de ce développement, la concentration des émetteurs s'est considérablement réduite. Alors que deux émetteurs dominaient le marché (Dexia municipal et la Compagnie de financement foncier), l'offre s'est élargie, notamment avec l'arrivée depuis 2009 de nouveaux acteurs spécialisés dans l'offre d'obligations foncières structurées, comme AXA Banque (ABE SCF). Par ailleurs, les obligations sécurisées ont vu leur cadre juridique enrichi, avec la création, dans le cadre de la loi de régulation bancaire et financière, des « obligations à l'habitat ». Cet encadrement juridique, qui toucherait plus particulièrement les obligations sécurisées structurées françaises[6], devrait les rendre plus sûres aux yeux des investisseurs et des agences de notation et ainsi permettre aux établissements de se refinancer à meilleur coût.

Le marché des obligations sécurisées pourrait enfin, en France comme en Europe, bénéficier des nouvelles réglementations prudentielles (notamment en raison d'un traitement favorable dans les ratios de liquidité) ; par ailleurs, les discussions en cours sur le cadre de résolution des établissements bancaires et notamment la mise en place de mécanismes additionnels d'absorption des pertes par les créanciers (*« bail-in »*) pourraient inciter les investisseurs à privilégier des obligations sécurisées.

[6] Actuellement, les banques qui souhaitent passer au-delà du plafond de 35% (une obligation foncière ne peut contenir dans son « panier de sûreté » qu'un maximum de 35% de prêts cautionnés) émettent des obligations sécurisées « structurées » ou « contractuelles ». Le nouveau régime s'y substitue et donne un caractère « légal » à ces émissions, qui représentaient une vingtaine de milliards d'euros en France avant la crise.

Graphique 7 : Emissions d'obligations foncières par les émetteurs français
(en millions d'euros)

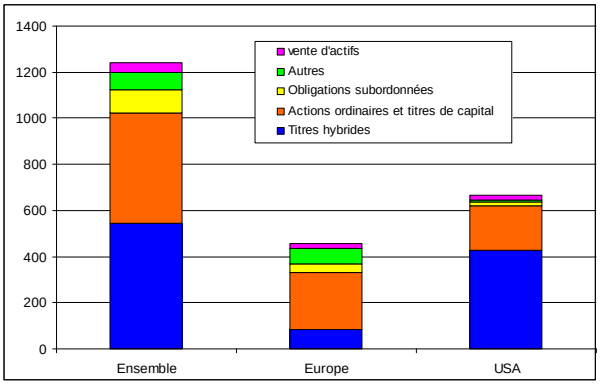


Source : Bloomberg, calcul AMF

Le marché de la dette hybride gelé une bonne partie de 2010

A contrario, le marché de la dette hybride a quasiment été gelé en 2010 par la crise de la dette souveraine et les incertitudes sur la réforme prudentielle. En France par exemple, le segment[7] a enregistré une baisse de 72% par rapport à 2009, pour atteindre seulement 2,5 milliards d'euros, alors que de nombreuses émissions sont arrivées à échéance en fin d'année. Les émissions de titres hybrides s'étaient multipliées au moment des opérations de recapitalisation des banques, notamment aux États-Unis, permettant de compenser de manière importante les dépréciations d'actifs[8] (Graphique 8).

Graphique 8 : Structure des émissions de titres réalisées par les banques dans le cadre des plans de sauvetage entre le troisième trimestre 2007 et fin 2010



Source : Bloomberg

Les émissions ont cependant connu un léger redémarrage au dernier trimestre 2010, suite à l'annonce par les autorités prudentielles, en septembre, des orientations du nouveau cadre de Bâle III. Les principales banques européennes auraient émis 6 milliards d'euros dans le cadre de 145 nouvelles émissions (dont 117 sont des *reverse convertibles* émises par la Commerzbank). Au total, les titres hybrides représentent une part très marginale de

[7] On y retrouve les TSSDI et de nombreuses obligations convertibles. A titre d'exemple, BNP Paribas aurait émis entre 2005 et 2009 près de 10,6 millions d'euros de TSSDI (source : rapport annuel, 2009).

[8] Elles se sont élevées à 547 milliards de dollars (dont 358 milliards de *prefered convertible actions*) au cours de la période allant de septembre 2007 à fin 2010. Pour les gouvernements ayant mis en place des plans de soutien comme pour les banques, ce type de dettes présentait en effet plusieurs avantages (pas d'effet dilutif ou sur la structure de l'actionnariat, intervention étatique temporaire).

l'encours de dettes en circulation des principales banques européennes (de l'ordre de 1%), avec cependant des fortes disparités entre les émetteurs.

La réglementation prudentielle pourrait favoriser l'émergence des cocos

Les nouvelles initiatives prudentielles auront un impact sur les émissions de titres hybrides. Les mesures renforcent en effet la quantité et la qualité des fonds propres en durcissant considérablement les critères d'éligibilité des titres hybrides aux fonds propres réglementaires[9]. Des discussions sont aussi en cours, d'une part, sur la définition d'une « surcharge » en capital pour les établissements systémiques, et, d'autre part, sur les mécanismes d'absorption des pertes (*« bail-in »*) qui pourraient prendre des formes diverses (pouvoirs légaux ou accords contractuels)[10]. Ces mesures pourraient favoriser l'émergence de titres de *« contingent capital convertible »* (ou *« cocos »*), transformables en capitaux propres lorsque certains événements se produisent ou si certains ratios sont franchis par l'émetteur.[11]

Encore peu abondante, l'offre de cocos pourrait donc se développer significativement. Selon Standard and Poor's, elles pourraient progressivement remplacer entre 400 et 1 000 milliards de dollars de titres hybrides « ancienne génération » dans les fonds propres des banques, sans compter les nouveaux besoins de capitaux liés au durcissement des ratios dès 2013. En dépit des émissions déjà enregistrées en Europe (Rabobank, Lloyds, Credit Suisse), un certain nombre de questions demeurent, notamment sur le niveau de la demande pour ce type de titres.

Encadré 3 : Cocos : quels risques ?

L'émergence de ce nouveau type d'instrument soulève des interrogations. Le choix du type de clauses contingentes défini à l'émission sera déterminant pour répondre aux besoins en capital de la banque en cas de crise. Il peut se révéler inadapté, en ce que la conversion peut être trop tardive ou encore s'il engendre des anticipations auto-réalisatrices déstabilisantes (l'anticipation de la conversion contribue à la baisse du prix des actions, qui dégrade la situation de la banque et conduit *in fine* à la conversion effective des titres). La diversité potentielle des clauses contingentes et l'incertitude relative au suivi des indicateurs choisis peuvent par ailleurs s'avérer problématiques pour la valorisation de tels produits et leur bonne compréhension par les investisseurs. Cela, combiné aux contraintes d'investissement de certains investisseurs (et aux interrogations sur le traitement par les agences de notation), pourrait contribuer à limiter la capacité de placement de ces titres sur le marché ou à concentrer la détention au sein d'acteurs du type *hedge funds*. On peut également souligner le risque de contagion au sein du secteur financier, dès lors que la conversion des dettes en actions dépréciées viendrait peser sur les bilans d'investisseurs comme les compagnies d'assurance. Enfin, il faut noter l'impact potentiellement déstabilisant d'un changement de notation. Suite aux importantes dégradations de notations au début de 2010 des principaux titres hybrides, les agences envisageraient des changements de méthodologie ou, du moins dans un premier temps et à l'instar de Moody's, compléter la notation par un indicateur « Hy » associé aux titres hybrides[12].

[9] Les régulateurs ont relevé le ratio des fonds propres durs à 7% de capital rapporté aux actifs pondérés des risques, auquel s'ajoutent deux coussins (*additional Tier 1* de 1.5% et *Tier 2* de 2%), portant le ratio total minimal à 10,5%. Certains titres hybrides éligibles au Tier 1 seront progressivement retranchés du numérateur par tranche de 10% chaque année à partir de 2013 et sur une période de 10 ans.

[10] Voir les propositions de la Commission publiées en janvier 2011 sur un éventuel cadre européen pour gérer les faillites bancaires, ainsi que les propositions de l'industrie (par exemple, IIF, *Approaches to bail-in and resolution planning*, mai 2011, et, en France, rapport J.F. Lepetit, Th. Dissaux, *Prévention et résolution des crises bancaires*, février 2011).

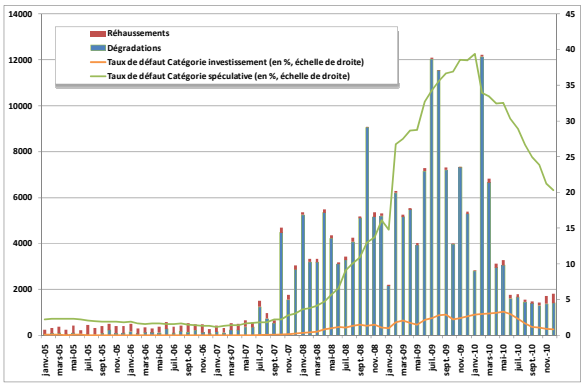
[11] L'autorité de contrôle bancaire suisse a ainsi décidé d'un montant de fonds propres de 19% au minimum des actifs, dont 10% sous forme de «fonds propres de qualité supérieure» et 9% pouvant prendre la forme d'emprunts à conversion obligatoire de type « cocos ». Les grandes banques suisses devront se soumettre à ce nouveau régime d'ici 2019.

[12] Introduction of Moody's Hybrid Indicator (hyb) for Financial Institutions (janvier 2011) Moody's, Special comments

3. LE MARCHE DE LA TITRISATION DEMEURE FRAGILE

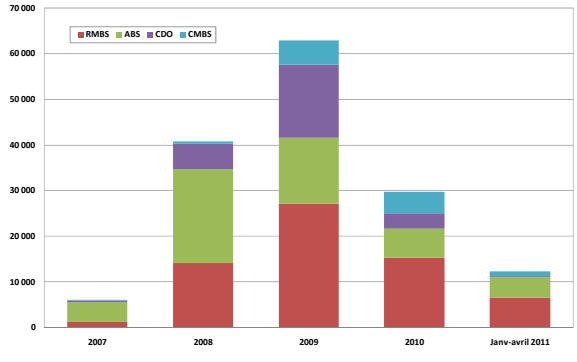
La situation sur le marché de la titrisation demeure fragile en 2010, même si les indicateurs concernant la qualité du crédit sont bien orientés : après avoir atteint un pic en début d'année, le taux de défaut et le nombre de dégradations de notation sur ce marché se sont depuis inscrits en très nette baisse (Graphique 9 et Graphique 10).

Graphique 9 : Taux de défaut et changements de notation des produits de financement structuré



Source : Standard & Poor's

Graphique 10 : Dégradations de produits de financement structuré par l'agence Moody's aux États-Unis



Source : Bloomberg

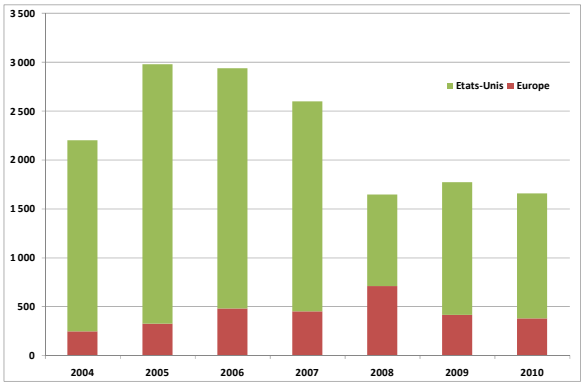
Repli des émissions sur le marché primaire en 2010

Le redémarrage de l'activité de titrisation perceptible en 2009 aux Etats-Unis ne s'est pas confirmé en 2010. Malgré un rebond au second semestre, le montant des émissions en Europe et aux Etats-Unis s'est replié de 7 % en 2010 sur l'année à près de 1 700 milliards d'euros (Graphique 11). Par ailleurs, si les émissions de titres destinées à être placées auprès d'investisseurs ont vu leur poids s'accroître en 2010, représentant selon l'AFME 23 % du montant global émis, la plupart d'entre elles concernent toutefois des placements privés. De manière générale, le rebond observé fin 2010 est resté circonscrit aux titres adossés à des créances immobilières (RMBS), qui ont représenté la quasi-totalité des créances titrisées. Il repose notamment sur le développement des « *resecurisation of real estate mortgage investment conduits* » (« *re-remic* »), opérations de titrisation dans lesquelles les actifs sous-jacents sont des titres adossés à des créances immobilières initialement notés AAA et qui ont entretemps été dégradés.

Les re-remic toujours en croissance

En 2010, les émissions de re-remic auraient représenté selon Bloomberg environ 500 milliards d'euros au niveau mondial, soit plus du quart de l'ensemble du marché primaire (Graphique 12). Ces véhicules permettent aux banques de réduire le risque porté à leur bilan, dans la mesure où la nouvelle tranche senior émise lors de l'opération de retitrisation bénéficie généralement de la meilleure notation. Comme les cocos, les re-remic peuvent apparaître pour les banques comme un moyen de répondre aux exigences en capital réglementaire. En outre, pour des investisseurs, les re-remic offrent des rendements attractifs compte tenu de leur niveau de notation.

Graphique 11 : Emissions de véhicules de titrisation au niveau mondial *(en milliards d'euros)*



Source : AFME

Graphique 12 : Emissions de véhicules de re-titrisation au niveau mondial *(en milliards d'euros et en nombre)*

Source : Bloomberg

Potentiellement très élevé compte tenu des dégradations massives ayant affecté par le passé les RMBS, le développement des re-remic est problématique à plus d'un titre. En particulier, la concentration des banques arrangeuses intervenants sur ce segment de marché est élevée : en 2010, deux banques ont été à l'origine du tiers des montants émis. Par ailleurs, la complexité et l'opacité de ces instruments rendent difficiles l'appréciation du risque de crédit et leur valorisation par le marché. Ce risque s'est d'ailleurs matérialisé en décembre 2010, lorsque l'agence de notation Standard & Poor's a placé sous surveillance négative près de 1 200 tranches portant sur 30 milliards de dollars en raison d'une erreur d'appréciation dans la notation de ces produits. De manière générale, bien que structurés à partir de tranches de produits déjà dégradées par le passé, les re-remic ne sont pas eux-mêmes à l'abri de nouvelles dégradations et ce, d'autant que la situation du marché hypothécaire aux États-Unis demeure fragile. Près de 15 % des opérations réalisées en 2009 et 2010 ont d'ailleurs vu au moins une des tranches qui les composent connaître une dégradation entre leur émission et fin 2010. Or, les implications d'une dégradation de notation sont, s'agissant des re-remic, loin d'être négligeables, notamment par le biais des restructurations de portefeuille qu'elle est susceptible d'induire, par exemple chez les gestionnaires d'actifs, et ce d'autant que les tranches sont généralement mono-notées.

Quelles perspectives pour le marché de la titrisation ?

L'avenir du marché de la titrisation est aussi lié aux évolutions réglementaires : les mesures prises pour corriger les défaillances apparues avec la crise (durcissement du traitement prudentiel de la titrisation et instauration d'une « *retention rule* » dans les émissions) doivent contribuer à redonner confiance aux investisseurs mais peuvent constituer un frein à la reprise du marché. En outre, un arbitrage pourrait s'opérer en faveur des obligations sécurisées (cf. *supra*). A noter enfin, l'initiative de la Banque centrale européenne qui augmentera significativement la transparence sur les actifs (*« loan-by-loan »*), d'abord pour les RMBS dans un délai de 18 mois, puis pour l'ensemble des ABS.

4. LA RECHERCHE DE RENDEMENT DOPE LE *HIGH YIELD* ET LES EMERGENTS

Plus d'actifs risqués dans les portefeuilles

Le marché de la dette *corporate* a tiré parti des risques portant sur certaines dettes souveraines et de la situation toujours fragile des systèmes bancaires. Ce marché a également profité de la recherche de rendement de certains investisseurs dans un contexte de taux bas et de l'amélioration très sensible de la qualité du crédit suscitée par la reprise de l'activité économique dans les pays industrialisés. L'amélioration de la solidité financière des entreprises se retrouve dans la progression rapide des profits et dans les niveaux assez bas des ratios d'endettement. Elle s'est traduite par une diminution des défauts sur les dettes. Après avoir atteint un pic en novembre 2009, le taux de défaut n'a en effet pas cessé

de diminuer, pour atteindre au niveau mondial 1,3% à la fin de l'année 2010. Sur le segment *high yield*, la baisse a été encore plus marquée, le taux de défaut reculant de 9,4% à 3,1%.

Tableau 3 : Taux de défaut par zone géographique *(en %)* et niveau de risque

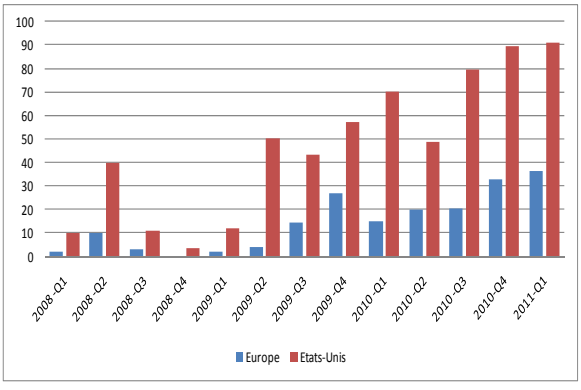
	type de dette	Global	U,S	Europe¶	Emerging markets
2010	Investment gra	0,03	0	0	0,2
	Speculative gra	3,11	3,37	3,19	1,77
	All rated	1,28	1,66	0,54	1,04
2009	Investment gra	0,32	0,34	0,11	0,59
	Speculative gra	9,42	11,08	8,11	6,02
	All rated	4,03	5,67	1,41	3,52
2008	Investment gra	0,41	0,73	0,11	0,22
	Speculative gra	3,53	4,09	2,67	2,16
	All rated	1,73	2,45	0,54	1,32
2007	Investment gra	0	0	0	0
	Speculative gra	0,89	1	1,03	0,18
	All rated	0,37	0,49	0,18	0,11
2006	Investment gra	0	0	0	0
	Speculative gra	1,12	1,29	1,87	0,4
	All rated	0,45	0,61	0,37	0,24

Source : Standard and Poor's

Le dynamisme du marché de la dette *corporate* est visible sur le segment des obligations *high yield*, qui enregistrent en 2010 un niveau record d'émissions. Elles progressent de 74% au niveau mondial (soit 370 milliards de dollars) et de 92% en Europe (avec 79 milliards de dollars). En revanche, si ce segment avait soutenu la réouverture des marchés de la dette en 2009, les émissions de sociétés moins risquées enregistrent une baisse de 20% en 2010 (Graphique 13 et Graphique 14), tout en demeurant à un niveau important, respectivement de 951 et 1 389 milliards de dollars d'émissions aux États-Unis et en Europe.

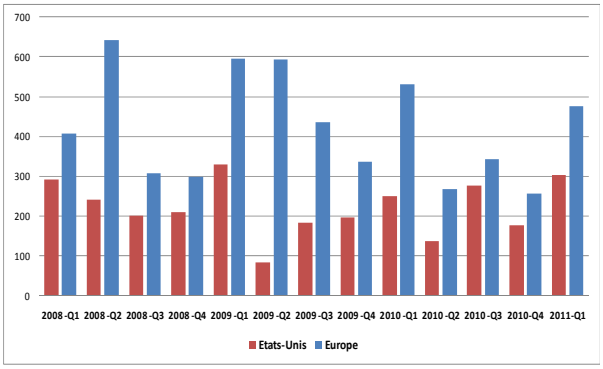
En France, après une année 2009 exceptionnelle, les émissions nettes d'obligations d'entreprise ont fortement reculé, à 27 milliards d'euros (contre 63 milliards en 2009). Ce chiffre demeure toutefois élevé relativement aux émissions enregistrées au cours des années pré-crise financière. Si l'accès des grandes entreprises au crédit bancaire tend certainement à se normaliser (cf. *infra*), justifiant ce recul des appels au marché, certains émetteurs, plus fragiles ou de taille plus modeste, peuvent encore éprouver des difficultés de financement. Le recours au marché obligataire apparaît alors pour ces sociétés comme une alternative intéressante, voire incontournable.

Graphique 13 : Emissions trimestrielles comparées de dette *corporate* risquées depuis 2008 *(en milliards de dollars)*



Source : Bloomberg

Graphique 14 : Emissions annuelles comparées de dette *corporate* non risquées depuis 2008 *(en milliards de dollars)*

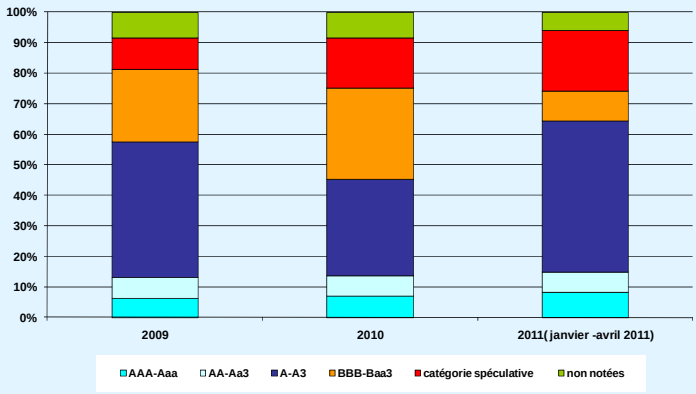


Source : Bloomberg

Encadré 4 : Les émissions d'obligations par les entreprises françaises

L'ensemble des financements des sociétés industrielles françaises sur les marchés obligataires a diminué de 36% en 2010 pour atteindre (hors placement privé, soit 6% des émissions) 56 milliards d'euros (soit 136 nouveaux emprunts). Les émissions d'obligations convertibles n'ont représenté que 3% des émissions (6% en 2009). La décomposition par catégorie de notations montre, globalement, une grande qualité des montants émis en 2010, puisque 80 % sont classés en catégorie investissement, contre 20**%** en *speculative.* La part des dettes classées en catégorie spéculative a cependant augmenté en 2010 (elle ne représentait que 11% des montants de dette émise en 2009) et cette tendance s'est poursuivie au début d'année 2011. L'analyse de la répartition au sein même de la catégorie investissement renforce ce constat, puisque les emprunts les plus mal notés au sein de la catégorie investissement (notés entre BBB+ et Baa3) ont représenté 30% des montants émis en 2010.

Répartition des emprunts émis par catégories de notation



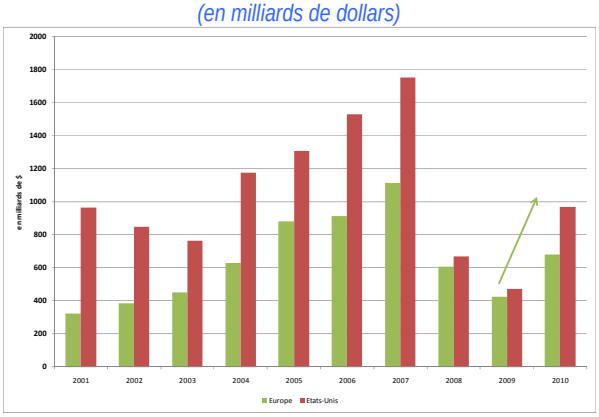
Source : Bloomberg, calculs AMF

Le marché obligataire français a également été marqué par une hausse des montants émis par des PME (capitalisation inférieure à 1 milliard d'euros ou, si l'entreprise n'est pas cotée, chiffre d'affaires inférieur à 50 millions d'euros), à 2,5 milliards d'euros en 2010 (contre 960 millions l'année précédente). Pour les plus petites d'entre elles, le montant des émissions, qui sont par ailleurs non notées, s'est échelonné de 5 à 15 millions d'euros, à l'image par exemple de celles réalisées par Monceau Fleurs (6,9 millions) ou Cybergun (9 millions). Pour les entreprises de taille plus importante, les montants ont pu aller jusqu'à 850 millions d'euros (Eutelsat) (voir aussi chapitre 3 du point de vue des investisseurs particuliers).

Une reprise des prêts syndiqués

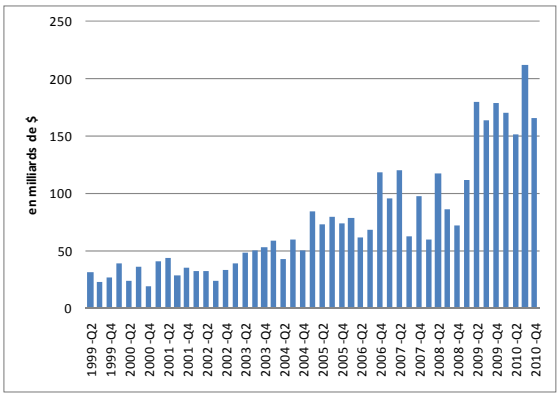
Les fortes émissions obligataires se sont accompagnées d'une reprise des financements externes bancaires, comme en atteste le redémarrage du marché des prêts syndiqués en Europe et aux États-Unis (respectivement +60%, soit 680 milliards de dollars, et +105%, soit 970 milliards). Une part significative de cette progression a été attribuable aux prêts *high yield*, qui ont concentré près de 30% du marché mondial et plus de 60% du marché américain (Graphique 15). Ces prêts ont permis de financer des opérations de *leveraged buyout*, mais ont également permis à certaines entreprises de procéder à des refinancements opportunistes, soit de lignes contractées en 2009 à des marges plus élevées, soit en allongeant la maturité d'un certain de prêts dont l'échéance se rapprochait.

Graphique 15 : Emissions de prêts syndiqués (Europe/USA) *(en milliards de dollars)*



Source : Bloomberg

Graphique 16 : Emissions de dette sur les marchés émergents *(en milliards de dollars)*



Source : Bloomberg

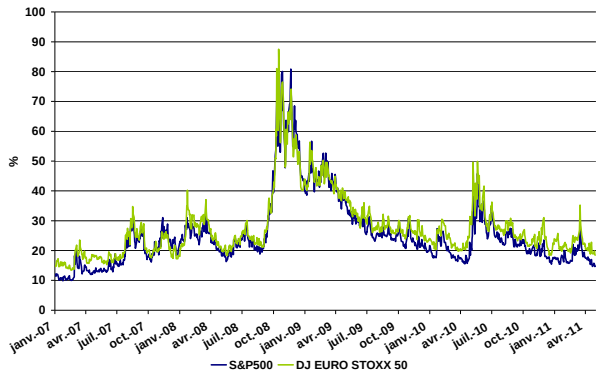
L'appétence pour les pays émergents demeure

Poursuivant la tendance engagée depuis le début 2009, les émissions privées des pays émergents ont enregistré une hausse de 10%, avec des niveaux atteints de près de 700 milliards de dollars, soit le double par rapport à l'année 2008 (Graphique 16). L'appétence accrue pour cette classe d'actif apparaît dans l'orientation des flux de placement des investisseurs institutionnels et particuliers, comme en témoigne par exemple la très forte collecte des véhicules cotés de gestion indicielle spécialisés sur les marchés émergents (voir aussi chapitre 4). Les enquêtes menées auprès des investisseurs Internationaux confirment ce message : au début 2011, d'après Bank of America, 56% des investisseurs internationaux surpondèreraient les actifs émergents dans leur portefeuille.

5. LE RISQUE SOUVERAIN PESE SUR LES MARCHES D'ACTIONS EN EUROPE

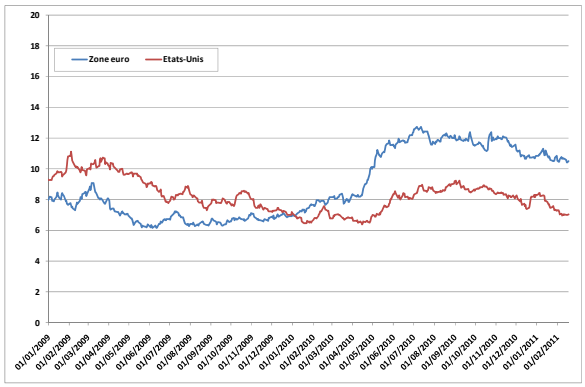
Les marchés d'actions ont connu une année 2010 très contrastée et ce, à plus d'un titre. D'un point de vue chronologique, deux grandes phases peuvent être distinguées. Sur les huit premiers mois de l'année, les valeurs boursières sont globalement apparues mal orientées du fait essentiellement de l'incertitude entourant les perspectives de croissance mondiale et la crise de la dette souveraine en zone euro, qui s'est traduite par une augmentation de la volatilité et des primes de risque sur les marchés d'actions (Graphique 17 et Graphique 18). Cette tendance s'est inversée depuis, avec la publication d'indicateurs économiques et de résultats de sociétés cotées meilleurs que prévus ainsi que l'affirmation de politiques monétaires très expansionnistes, à l'image de l'annonce mi-novembre par la Réserve fédérale du nouveau programme de rachat de bons du Trésor (« Quantitative Easing II ») portant sur un montant de 600 milliards de dollars d'ici la mi-2011. La résurgence du risque souverain à partir de la mi-octobre – avec notamment l'annonce début décembre de l'aide d'urgence accordée à l'Irlande par l'Union européenne et le FMI – a néanmoins continué de pénaliser les valeurs européennes en fin d'année.

Graphique 17 : Volatilité implicite *(en %)*



Source : Datastream

Graphique 18 : Primes de risque *(en %)*



Source : Bloomberg

De fait, les valeurs de la zone euro ont globalement sous-performé les autres zones géographiques en 2010 (Graphique 19). Pour autant, une analyse selon les pays montre que ce constat est valable que pour la Grèce (-41% pour l'ATHEX), l'Espagne (-17% pour l'IBEX) ou encore l'Italie (-13% pour le FTSE MIB). A l'inverse, les indices en Allemagne ont affiché des progressions significatives (+16 % pour le DAX), comparables à celles des indices outre-Atlantique (soit + 13% pour le S&P500). Le CAC40, avec un repli de l'ordre de 3% sur l'année, s'inscrit dans une position intermédiaire. En outre, cette sous-performance ne s'est pas confirmée en 2011. De manière générale, la plupart des bourses sont apparues bien orientées sur les quatre premiers mois de l'année, bénéficiant de perspectives économiques favorables, et ce malgré la persistance de fortes incertitudes sur la situation au Japon et l'aggravation des tensions politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient.

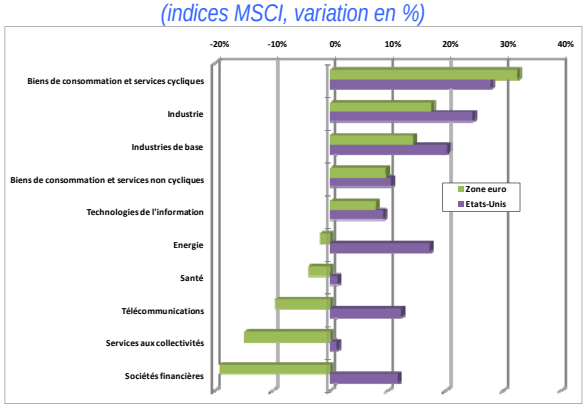
Des performances géographiques et sectorielles hétérogènes

Compte tenu de leur exposition au risque souverain, les valeurs bancaires et financières de la zone euro ont été très pénalisées en 2010. De l'autre côté de l'Atlantique, les développements négatifs autour du risque immobilier ont certes aussi pesé sur les valorisations des grandes banques américaines mais de manière moins marquée. De manière plus générale, secteur financier mis à part, les valeurs défensives ont été logiquement moins bien orientées au cours de la période sous revue, les investisseurs privilégiant les valeurs cycliques du fait des nouvelles économiques relativement favorables en cours d'année (Graphique 20).

Graphique 19 : Performances des marchés d'actions au 29/04/2010 *(indices MSCI, variation en %)*

Source : Datastream

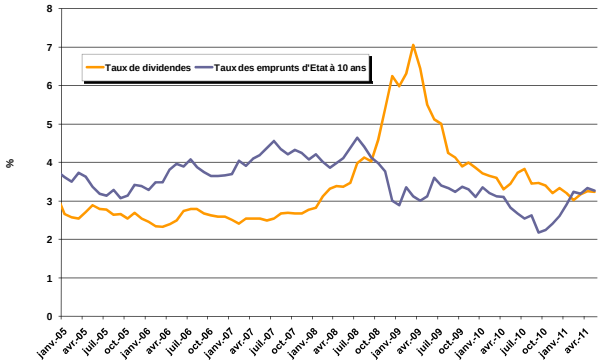
Graphique 20 : Performances sectorielles en 2010 *(indices MSCI, variation en %)*



Source : Bloomberg

La moindre performance des indices en zone euro a toutefois été compensée par le maintien de versements de dividendes à des niveaux élevés, autorisés par la bonne tenue des bénéfices des sociétés et par la volonté des entreprises de fidéliser des actionnaires pénalisés par la forte baisse des cours enregistrée depuis le début de la crise financière. Le taux de dividende moyen a d'ailleurs excédé le rendement des obligations 10 ans d'État jusqu'à la fin 2010 (Graphique 21).

Graphique 21 : Taux de dividende et rendements des emprunts d'Etats en zone euro *(en %)*



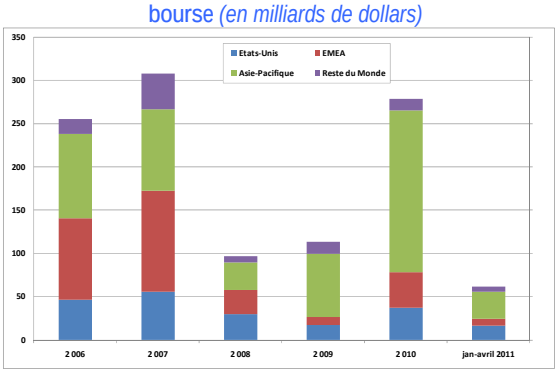
Source : Datastream

6. LE RECOURS AUX MARCHES BOURSIERS EST RESTE SOUTENU AU PLAN MONDIAL

L'Asie, nouvelle locomotive des introductions en bourse

Le redémarrage de l'activité sur le marché des introductions observé fin 2009 s'est confirmé en 2010 dans l'ensemble des zones géographiques, avant de s'essouffler quelque peu ensuite. Pour autant, elle s'est montrée surtout dynamique en Asie qui a concentré plus des deux tiers des capitaux levés lors des introductions en bourse en 2010 (Graphique 22). Plusieurs opérations de très grande taille y ont été recensées depuis début 2010, dont l'entrée en bourse de l'Agricultural Bank of China et celle de la filiale d'assurance d'AIG, pour des montants unitaires de plus de 20 milliards de dollars.

Graphique 22 : Capitaux levés lors des introductions en bourse *(en milliards de dollars)*



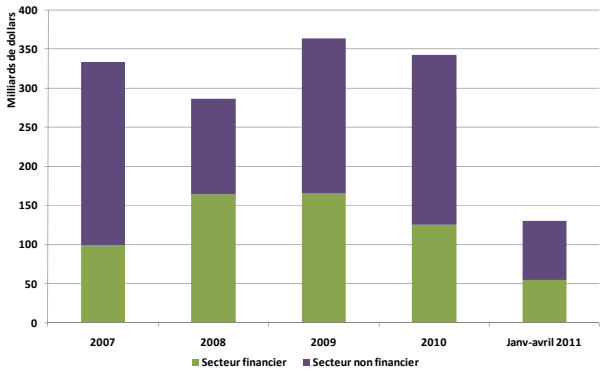
Source : Bloomberg

Les émissions d'actions ont été soutenues

Au-delà des introductions en bourse, les émissions d'actions par les sociétés cotées sont restées soutenues en 2010 bien qu'en légère baisse par rapport à 2009 (-6 % à près de 350 milliards de dollars au niveau mondial), ainsi qu'en 2011 (Graphique 23). Dans le secteur financier, encore une fois le plus actif, les opérations ont essentiellement visé au renforcement des fonds propres des établissements financiers mais également au remboursement des aides d'urgence accordées par les Etats lors de la crise, comme l'illustre l'émission de 10,5 milliards de dollars réalisée en fin d'année par Citigroup afin de solder le règlement des prêts consentis dans le cadre du TARP. Fait nouveau, dans un contexte marqué par des prix du pétrole élevés, les émissions recensées en 2010 ont également concerné le secteur de l'énergie, avec des émissions de grande taille visant à

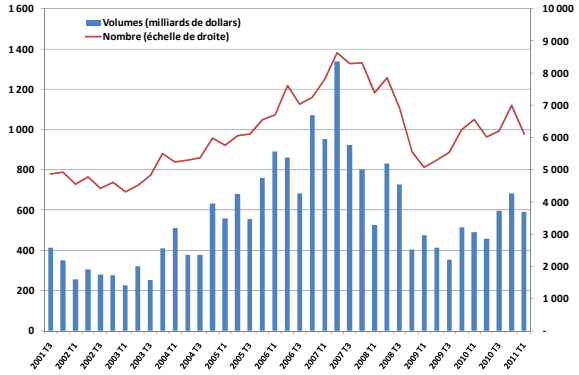
financer l'exploitation de gisements. Enfin, le redémarrage progressif du marché des fusions et acquisitions a également constitué un facteur de soutien au marché (Graphique 24).

Graphique 23 : Emissions d'actions cotées au niveau mondial
(hors introductions, en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Graphique 24 : Fusions et acquisitions au niveau mondial
(en milliards de dollars)

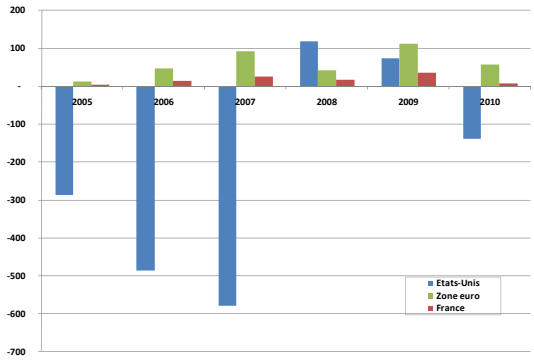


Source : Bloomberg

Les sociétés américaines cotées ont procédé à des rachats d'actions massifs

Pour autant, malgré la progression globale des émissions brutes, le poids des marchés d'actions dans le financement net des entreprises semble s'être significativement amoindri en 2010, tant en Europe qu'aux États-Unis. D'après les estimations de la Réserve fédérale, il apparaît en particulier que les rachats-annulations d'actions ont excédé le montant des appels aux marchés aux États-Unis et ce, pour la première fois depuis l'éclatement de la crise financière en 2007 (Graphique 25). En effet, outre le versement de dividendes, les sociétés cotées ont ainsi également distribué les bénéfices à leurs actionnaires par le biais de rachats d'actions. Si ce comportement peut refléter aussi des difficultés à identifier des opportunités de croissance, on peut voir cependant dans la reprise des rachats d'actions un signe encourageant, dans la mesure où leur arrêt traduisait une volonté des entreprises de garder des volants de liquidités et de limiter leur niveau de levier.

Graphique 25 : Emissions nettes d'actions par les sociétés cotées
(émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros)



Sources : Federal Reserve et BCE

7. LES MARCHES ACTIONS PEINENT A ATTIRER EN FRANCE, MALGRE CERTAINS SIGNES POSITIFS

Des facteurs conjoncturels importants

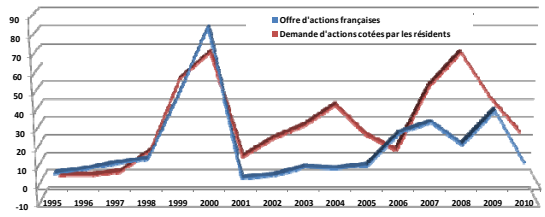
Les opérations sur les marchés actions français ont continué à être pénalisées par les incertitudes macroéconomiques. Au-delà de ces aspects conjoncturels importants, la faible demande des investisseurs à l'occasion des introductions récentes et, plus largement, la baisse de l'offre et de la demande d'actions (Graphique 26) ainsi que du nombre de sociétés cotées en France (Graphique 27) soulèvent des interrogations sur une baisse plus structurelle de l'attractivité des marchés d'actions. Plus précisément, l'érosion de la cote observée depuis l'éclatement de la crise financière en 2008 s'explique moins par une augmentation des radiations (celles-ci ont au contraire diminué de manière quasi-continue depuis 2005) que par un ralentissement brutal de l'activité sur le marché des introductions en bourse. Elle concerne les compartiments B et C des petites et moyennes valeurs d'Euronext, contrairement au compartiment A des *blue chips* et Alternext (cf. Encadré 5). Certes, la mesure des effectifs des marchés boursiers ne permet pas de conclure à elle-seule à leur éventuelle attrition, dans la mesure où elle peut aussi être le résultat de restructurations. Pour autant, il paraît indéniable que la mise en œuvre des IFRS et la transposition des directives européennes Prospectus et Transparence se sont traduites par un renforcement des contraintes pesant sur les petites et moyennes capitalisations des marchés réglementés, comparativement à celles prévalant sur les systèmes multilatéraux de négociations comme Alternext.

Le poids des contraintes réglementaires

Des freins du côté de la demande

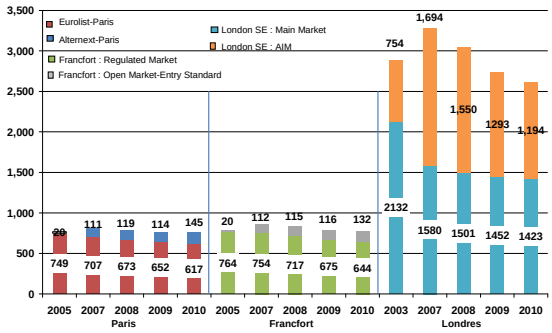
De son côté, si la demande d'actions des ménages pourrait bénéficier des perspectives de sortie de crise et d'une baisse induite de l'aversion pour le risque, celle en provenance des investisseurs institutionnels pourrait à l'inverse être contrainte par le durcissement des règles comptables et prudentielles dans le secteur bancaire et des assurances.

Graphique 26 : Offre et demande d'actions cotées en France
(flux, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 27 : Nombre de sociétés cotées en Europe
(données fin d'années)



Sources nationales

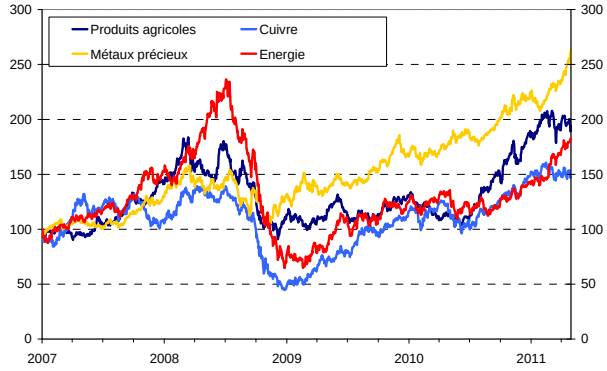
Encadré 5 : Bilan des introductions en bourse

Entre septembre 2009 et décembre 2010, on note 50 opérations d'introductions en bourse, dont près de la moitié correspondent à des transferts sur Alternext. 17 admissions à la cote se sont accompagnées de levée de fonds, dont 10 avec offre au public. Il s'agit de sociétés de petite taille (à l'exception de CFAO en 2009 et Rusal en 2010), avec des levées de fonds modestes (inférieures à 20 millions d'euros pour 10 sociétés sur les 17). Les taux de souscription ont été globalement faibles, traduisant un appétit relativement limité des investisseurs institutionnels comme des particuliers pour ces opérations. En dépit de ces éléments en demi-teinte, l'augmentation du nombre d'admissions en bourse en 2010, le succès des opérations de transferts vers Alternext, ainsi que l'arrivée d'entreprises de secteurs innovants (bio-tech, med-tech) représentent en revanche des signes positifs.

8. MATIERES PREMIERES : LA REPRISE A ALIMENTE LA HAUSSE DES PRIX, TANDIS QUE SE POURSUIVENT LES REFLEXIONS SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHE

L'année 2010 a été marquée par une hausse notable des prix de la plupart des matières premières, dans le sillage de la tendance observée en 2009. Cette évolution traduit, d'une part, l'amélioration de la conjoncture économique mondiale, en particulier en fin d'année 2010, et, d'autre part, l'augmentation structurelle de la demande provenant des pays émergents. Les indices de prix au comptant des principales matières premières ont affiché des hausses annuelles comprises entre 14,6% (énergie) et 44% (produits agricoles).

Graphique 28 : Evolution du prix au comptant de quelques matières premières
(indices Goldman Sachs GSCI spot ; base 100 = 01/01/2007)

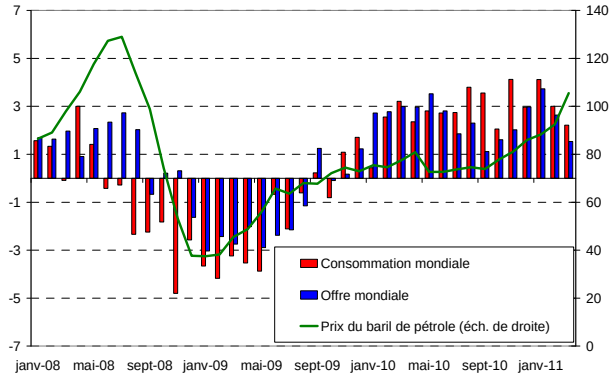


Source : Datastream

La demande mondiale de pétrole a été soutenue en 2010, alimentée principalement par la Chine

Pour ce qui concerne les marchés pétroliers, la hausse des prix observée en 2010 reflète principalement le dynamisme de la demande mondiale au cours de la période sous-revue, celle-ci s'étant accrue de près de 3% sur un an. A elle seule, la consommation chinoise de pétrole s'est inscrite en hausse de près de 11%. En réalité, la hausse des prix du pétrole a été contenue par le niveau relativement soutenu de la production, en particulier celle fournie par les pays non-OPEP, celle-ci ayant progressé de 2,7% sur un an.

Graphique 29 : Production, consommation et prix du pétrole
(glissement annuel de la production et de la consommation mondiales en %, prix du baril en dollars)



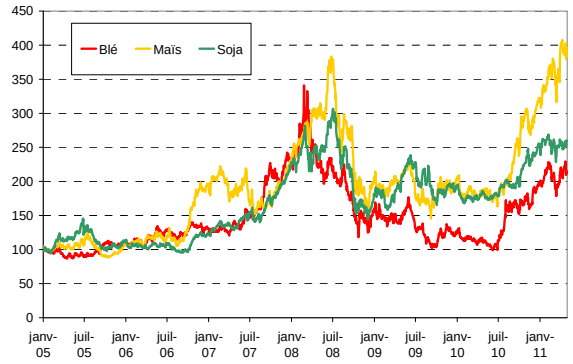
Source : US Energy Information Administration

Les mauvaises conditions climatiques ont pesé sur les récoltes et favorisé une hausse sensible des prix

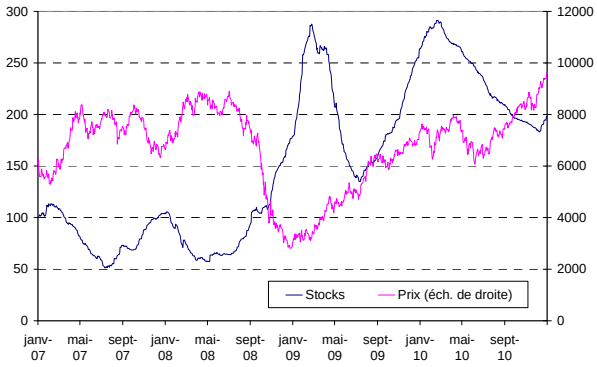
Les matières premières agricoles ont été affectées par des conditions climatiques très défavorables en 2010. En particulier les incendies survenus en Russie, Ukraine et Kazakhstan, puis les pluies excessives observées en Australie ont favorisé une hausse considérable du prix du blé (+58% sur un an). Le prix du maïs s'est également inscrit en hausse sensible au cours de la même période (+57%).

La reprise économique mondiale a aussi favorisé la hausse des prix des métaux de base, à la faveur de la croissance du secteur manufacturier. L'indice LMEX des prix des métaux de base a ainsi progressé de près de 24% sur un an. Pour certains d'entre eux, comme le cuivre, cette forte hausse de la demande industrielle a été confrontée à une offre limitée et des stocks insuffisants, conduisant à une explosion des prix (+31% en 2010).

Graphique 30 : Evolution du prix au comptant de quelques matières premières agricoles *(base 100 = janvier 2005)*



Graphique 31 : Prix et stocks de cuivre *(prix en dollars par tonne et stocks en milliers de tonnes)*

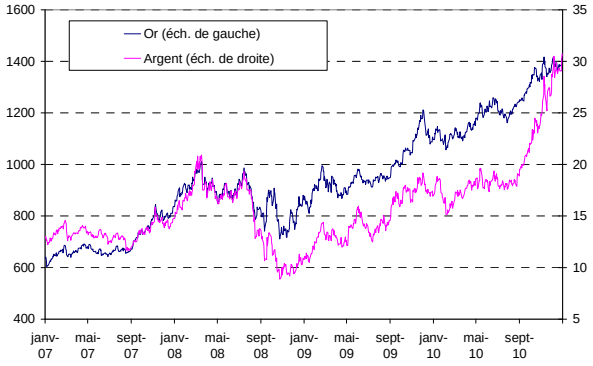


Source : Datastream

L'or a de nouveau constitué une valeur refuge en 2010

Enfin, s'agissant des métaux précieux, et plus particulièrement de l'or, le contexte macrofinancier a favorisé une augmentation des prix. En effet, la faiblesse des taux d'intérêt, les incertitudes au sujet du risque souverain et, partant, de la solidité des grandes devises internationales ont alimenté la demande et fait gonfler les prix. L'argent a connu également une progression spectaculaire, de l'ordre de 80% sur un an.

Graphique 32 : Prix de l'or et de l'argent *(prix en dollars par once)*



Source : Datastream

Le poids croissant des intervenants financiers

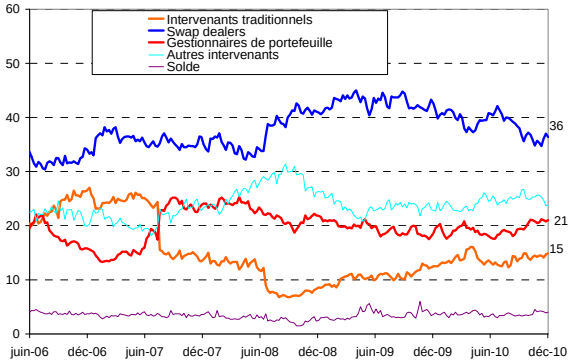
Grâce aux statistiques collectées chaque semaine par la Commission de contrôle des marchés à terme aux États-Unis (CFTC) auprès des professionnels, il est possible de mesurer, pour chaque matière première négociée, le poids des acteurs non commerciaux les plus importants sur les marchés dérivés de matières premières, à partir des contrats

(options et *futures*) détenus par chacune de ces deux catégories et non encore échus[13]. Récemment, la CFTC est allée plus loin dans les statistiques calculées puisqu'elle définit désormais quatre catégories d'intervenants sur les marchés dérivés de produits de base, qui remplacent celles précédemment établies (acteurs commerciaux / non commerciaux)[14] :

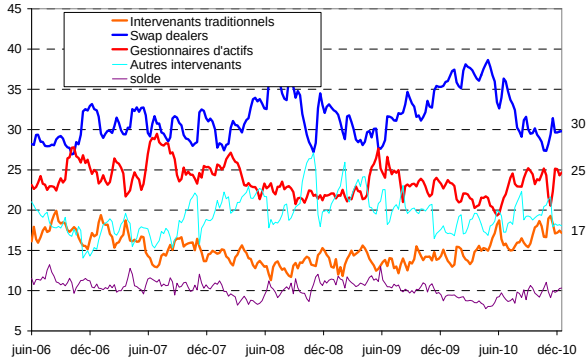
- « *producers, merchants, processors and users* » : acteurs impliqués pour l'essentiel dans la production, la transformation, et/ou la négociation physique des produits de base, et intervenant sur le marché à terme à des fins de protection contre les risques induits par ces activités ;
- « *swap dealers* » : institutions financières (banques d'investissement pour l'essentiel) qui interviennent sur le marché à terme afin de se protéger des risques qu'elles prennent sur les marchés dérivés OTC en contractant des swaps sur *commodities* avec des contreparties tant commerciales (relevant de la catégorie précédente) que non commerciales (relevant de la catégorie ci-dessous) ;
- « *money managers* » : pour l'essentiel, fonds d'investissement spécialisés dans les contrats *futures*, tels que les véhicules indiciels (du type ETF, ETC, ou ETN), qui connaissent un développement rapide (cf. chapitre 4), ou les *hedge funds* ;
- « *other reportables* » : tout intervenant ne relevant pas des catégories précédentes.

Les graphiques ci-après comparent les parts respectives des différentes catégories d'intervenants ainsi décrites entre 2006 et 2010, pour le marché à terme du pétrole et du blé. Dans ces deux cas, la proportion des intervenants « physiques » diminue non seulement de façon quasiment continue depuis 2006, mais s'établit à un niveau significativement inférieur à celui des *swap dealers* et des *money managers*. Ces deux dernières catégories (i.e., les plus « financiarisées ») totalisent à elles seules plus de la moitié du total des positions ouvertes pour ces deux types de matières premières.

Graphique 33 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du pétrole
(en % du total des positions)



Graphique 34 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé
(en % du total des positions)



Source : CFTC

Cette financiarisation des marchés de matières premières reflète l'inclusion croissante des matières premières en tant que classe d'actifs au sein des portefeuilles des investisseurs. En effet, au début des années 2000, la forte baisse des rendements boursiers résultant de l'éclatement de la bulle internet, combinée au faible niveau de taux d'intérêt provoqué par des politiques monétaires accommodantes ont incité les investisseurs à se diriger vers de nouvelles sources de rendement, d'autant qu'au même moment, le cours d'un certain nombre de matières premières s'est mis à augmenter de façon significative. Les placements

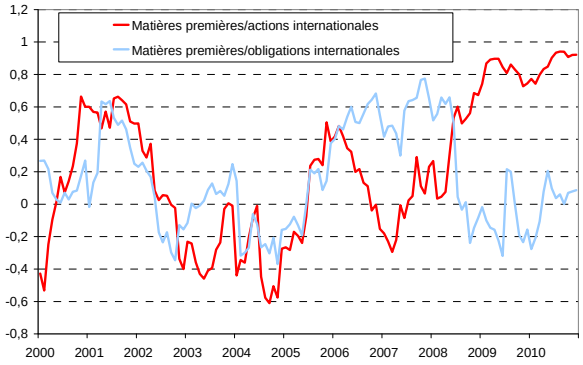
[13] Les données sont issues du rapport « Commitments of Traders » et mises à jour chaque mardi. Voir aussi E. Fonteny, *Les marchés dérivés de matières premières : tendances récentes et enjeux liés à la financiarisation*, Lettre Economique et Financière de l'AMF, été 2010.
[14] Rapport « Disaggregated Commitments of Traders » publié par la CFTC depuis septembre 2009.

de ce type se sont rapidement imposés comme un outil de diversification, permettant d'accroître la rentabilité des portefeuilles d'actifs, tout en offrant une protection contre l'inflation et en étant théoriquement décorrélés du rendement des actifs financiers.

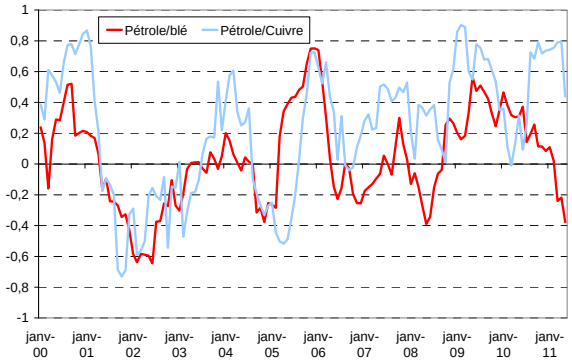
Une augmentation des corrélations depuis la crise

Pour autant, on observe au cours de la période récente une recorrélation sensible des rendements des matières premières non seulement avec ceux des actifs financiers, en particulier les actions, mais aussi entre elles, remettant ainsi en cause l'un des attraits de cette catégorie de placements. Cette tendance est apparue à l'occasion de la crise financière, reflétant le phénomène de ventes massives d'actifs opérées en vue de l'obtention de liquidités. Toutefois, en dépit de l'amélioration globale observée sur les marchés financiers en 2009 puis 2010, la corrélation des rendements des matières premières avec les performances boursières semble persister et même se renforcer.

Graphique 35 : Corrélation des rendements des matières premières avec ceux des actions et des obligations *(corrélations sur 12 mois glissants des variations mensuelles de l'indice S&P GSCI avec l'indice MSCI World / avec l'indice JP Morgan GBI)*



Graphique 36 : Corrélation des rendements des matières premières entre elles *(corrélations sur 12 mois glissants des variations mensuelles de l'indice S&P GSCI pétrole, blé et cuivre)*

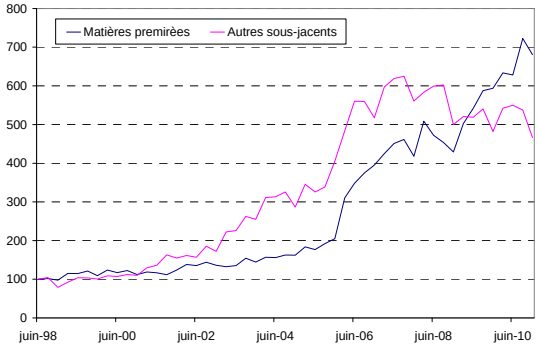


Source : CFTC

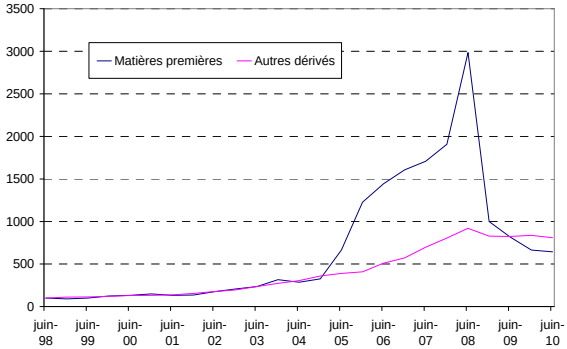
La croissance rapide des marchés dérivés

Les statistiques fournies par la BRI témoignent du développement considérable des instruments dérivés sur matières premières depuis le début des années 2000, en dépit d'un léger essoufflement observé en 2010 sur le segment OTC (voir aussi chapitre 2). Ceci s'est traduit par la création de nombreux indices représentatifs des différents segments du marché et par l'augmentation rapide d'une offre de produits de placement à destination des investisseurs (cf. chapitre 4 sur le développement des ETF et ETC), qui s'appuient, pour l'essentiel, sur les contrats à terme sur matières premières.

Graphique 37 : Evolution du nombre de contrats dérivés sur les marchés organisés *(base 100 = juin 1998)*



Graphique 38 : Evolution de l'encours notionnel de contrats dérivés OTC *(base 100 = juin 1998)*



Source : BRI

Des risques pour l'efficacité et la stabilité des marchés de matières premières

La tendance à la forte hausse des cours des principales matières premières observée en 2010 semble résulter, pour l'essentiel, de facteurs physiques ayant trait à l'offre et à la demande de produits de base, sans qu'il soit techniquement possible de déterminer l'influence des intervenants financiers sur l'évolution et la volatilité des prix. Néanmoins, la présence grandissante d'opérateurs sur les marchés dérivés de matières premières dont l'objectif n'est pas de se prémunir d'une variation des cours des *commodities*, mais bien plutôt d'en tirer profit, fait peser un certain nombre de risques sur l'efficacité et la stabilité de ces marchés :

- Les risques de déstabilisation du fonctionnement des marchés de matières premières en raison de la présence de plus en plus significative d'acteurs financiers par rapport aux intervenants traditionnels.

- Les risques liés à l'absence de régulation de certains acteurs : certains intervenants sur les marchés de matières premières, comme les filiales de *trading* des grands groupes industriels ou les grands négociants, ne font l'objet d'aucune régulation. Or, l'absence actuelle de dispositif réglementaire ne permet ni d'encadrer les activités de ces intervenants, ni, le cas échéant, de les sanctionner.

- Les risques liés aux abus de marché : il peut s'agir d'abus semblables à ceux que l'on peut détecter sur les marchés boursiers, tels que l'utilisation d'une information privilégiée ou la manipulation de marché. D'autres types d'abus, liés aux spécificités des marchés de matières premières, peuvent également être observés, tels que les manipulations de cours croisées (« *squeeze* ») entre marchés physiques et marchés dérivés, et les abus de position dominante. La surveillance et la répression de ces comportements sur les marchés de matières premières ont longtemps été délaissées par les régulateurs en raison de la faiblesse des montants échangés. Le développement considérable des marchés dérivés de matières premières et leur financiarisation favorisent *de facto* la multiplication de comportements abusifs qui peuvent exercer un rôle néfaste sur la stabilité de ces marchés.

SYNTHESE

L'année 2010 aura été marquée par une consolidation sur les marchés du crédit et des actions, avec toutefois des performances très variables selon les périodes, les zones et/ou les segments de marché. Si l'amélioration des perspectives économiques et les bons résultats des entreprises ont constitué un important facteur de soutien pour les marchés en général, la recherche de rendement dans un environnement caractérisé par une abondance de liquidités et le maintien de taux d'intérêt bas a bénéficié aux segments high yield *et émergents. A l'inverse, la crise de la dette souveraine en Europe a pesé sur les valorisations boursières et les primes de risque de crédit, notamment pour le secteur bancaire. Enfin, les marchés de matières premières ont attiré des flux de placements abondants, dans un contexte de hausse quasi-généralisée des cours des principales* commodities.

Les appels aux marchés sont restés très importants en 2010 et début 2011. Le dynamisme de l'activité obligataire, lié directement en 2009 à des difficultés d'accès au crédit bancaire, s'est accompagné en 2010 d'une certaine ré-intermédiation des financements. Les émissions d'actions sont restées soutenues en partie du fait des recapitalisations du secteur financier, mais également afin de financer des investissements dans le secteur énergétique. L'année 2010 aura également été celle du redémarrage des introductions en bourse au niveau mondial, bien que concentrées en Asie, ainsi que de celui des fusions et acquisitions. Enfin la situation sur le marché de la titrisation reste fragile, même si la qualité du crédit et des émissions s'est améliorée. A moyen terme, l'évolution du marché dépendra en partie du nouveau cadre prudentiel et des arbitrages qu'il peut susciter à la fois dans les portefeuilles et dans les modalités de refinancement des banques.

*Dans cet environnement qui reste difficile en Europe, l**a stabilité financière** pourrait pâtir :*

- *de **nouvelles dégradations des situations budgétaires** de certains États et des **bilans des banques**, dans un contexte où la reprise économique est fragile ;*
- *de la **progression rapide des placements** sur des **actifs risqués*** et/ou ***peu liquides**, qui a pu contribuer à la formation de bulles sur certains segments de marché ;*
- *à plus long terme, de l'**essor de nouveaux produits sur le marché du crédit** (cocos, re-remic), dont les particularités ou la complexité peuvent engendrer des problèmes d'appréciation des risques et de valorisation par le marché.*

*Les **nouvelles règles prudentielles** et leurs conséquences sur l'activité des banques et des assurances vont remodeler les circuits de financement de l'économie dans des proportions difficiles à anticiper. On notera en particulier les risques :*

- *de **tensions sur le marché de la dette à long terme**, compte tenu des besoins de financement élevés des banques, des Etats et de la moindre capacité des banques à transformer l'épargne liquide en financement long pour les entreprises ;*
- *de **redémarrage difficile du marché de la titrisation**, en dépit des efforts déployés pour en accroître la transparence et la discipline ;*
- *de **diminution de la base d'investisseurs** capables de s'exposer durablement à un risque actions et donc de financer la constitution des fonds propres des entreprises.*

*La **financiarisation** du **marché des matières premières** amène un certain nombre de risques, du fait d'une connaissance et d'une régulation encore insuffisantes de ces marchés. On notera en particulier les **risques** de **déstabilisation** résultant de **flux** d'**investissement spéculatifs** ou de mécanismes de contagion, ainsi que les risques de **comportements frauduleux** portant atteinte à son intégrité.*

ORGANISATION DES MARCHES ET DE L'INTERMEDIATION FINANCIERE

1. Les risques liés aux évolutions de la structure des marchés actions deviennent plus apparents ..... p. 36

2. Des progrès sur les marchés dérivés de gré-à-gré mais un équilibre final encore incertain ..... p. 41

3. Intermédiaires : Réformes, transferts ou retour à la prise de risque, nouvelles sources de croissance : quelle rentabilité demain ? ..... p. 47

SYNTHESE ..... p. 50

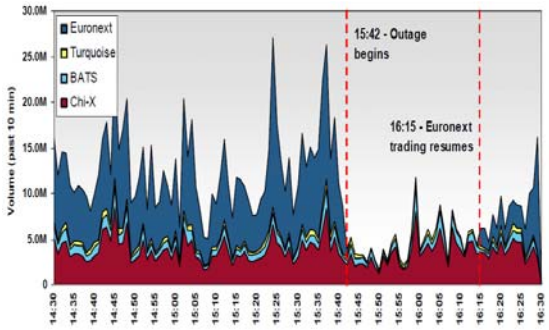
1. LES RISQUES LIES AUX EVOLUTIONS DE LA STRUCTURE DES MARCHES ACTIONS DEVIENNENT PLUS APPARENTS

Dans un contexte de poursuite de l'évolution rapide des techniques de négociation et de l'organisation des marchés, les questions évoquées dans les précédents exercices de revue des risques de l'AMF acquièrent une visibilité nouvelle, illustrée en particulier par l'épisode du 6 mai 2010 aux États-Unis (« *flash crash* »).

Une formation des prix fragmentée

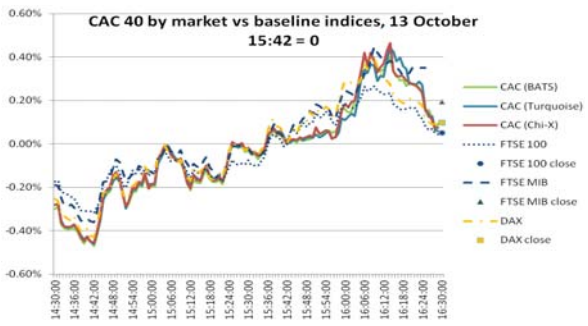
En Europe, la fragmentation des marchés organisée par la directive MIF a touché d'abord les volumes de négociation. Elle semble désormais concerner aussi la formation des prix boursiers. De fait, les prix de transaction résultent de plus en plus de la confrontation d'ordres placés sur différents marchés. Ceci a été révélé, par exemple, lors de l'interruption momentanée des négociations sur NYSE Euronext Paris le 13 octobre 2010. Durant celle-ci, certains volumes de transactions ont continué d'être traités sur les MTF en l'absence de cotation sur le marché réglementé (Graphique 39). L'évolution des prix alors observée est ressortie comme « dynamique » – les MTF traitant des prix distincts du dernier cours coté du marché de référence – et semble-t-il « informée » – l'évolution de l'indice CAC 40 ressortant comme liée à celle des grands indices internationaux (Graphique 40). En l'absence de dispositifs consolidés de transparence, la fragmentation des volumes de négociation rend plus complexe l'analyse des informations de marché pour les investisseurs (cf. ci-après), mais aussi pour les émetteurs, moins à même d'appréhender le marché de leur titre.

Graphique 39 : Volumes de transactions sur les valeurs du CAC 40 pendant l'interruption des négociations de NYSE Euronext du 13/10/10



Sources : Crédit Suisse, Bloomberg

Graphique 40 : Formation des prix par les MTF

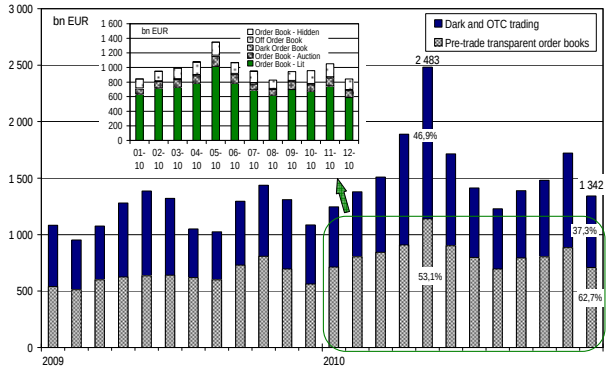


Source : BATS

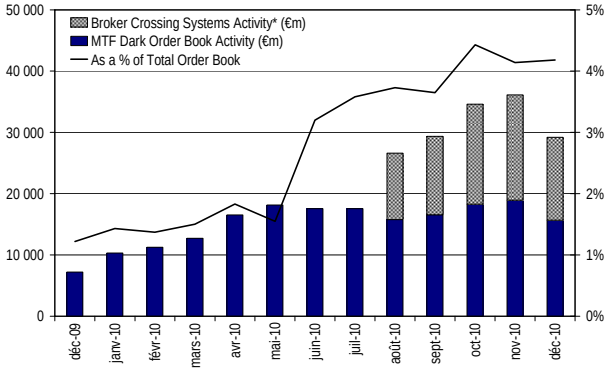
Une part croissante des volumes de transactions ne contribue pas à la formation des prix publics

L'importance des volumes de transactions exemptés de transparence pré-négociation, et ne contribuant donc pas à la formation des prix publics, croît progressivement (Graphique 41 et Graphique 42). Bien qu'il reste difficile d'évaluer les seuils au-delà desquels cette opacité devient préjudiciable au bon fonctionnement du marché, cette évolution caractérise une dégradation progressive du processus de formation des prix publics.

Graphique 41 : Part des volumes de transactions soumis à transparence pré-négociation en Europe *(en milliards d'euros et en %)*



Graphique 42 : Volumes de transactions sur les *dark pools* et *crossing networks* en Europe *(en millions d'euros et %)*

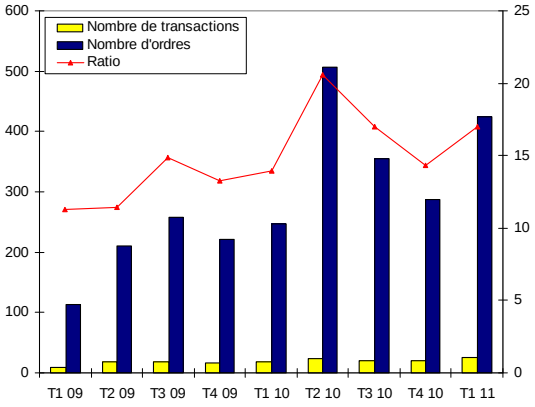


Sources : Reuters et Markit (pour les systèmes de croisement d'ordres des courtiers)

Les marchés boursiers confrontés au développement des nouvelles technologies de négociation

L'évolution des marchés boursiers a en outre été caractérisée par l'expansion des techniques de négociation algorithmiques, en général à haute fréquence et faible latence, notamment par des opérateurs intervenant pour compte propre – les *high frequency traders* (HFT). Il reste difficile de caractériser l'adoption croissante des nouvelles technologies de négociation par un indicateur synthétique, d'autant plus que l'on ne peut à ce jour, à défaut de réglementation à cet effet, identifier spécifiquement les HFT. Le changement de fonctionnement des marchés n'en est pas moins drastique. On constate en effet sur les marchés d'actions de grande capitalisation, une démultiplication du nombre d'ordres et de transactions (Graphique 43), ainsi qu'une hausse des ratios d'annulation d'ordres (qui peuvent atteindre des niveaux très élevés, même en moyenne sur de longues périodes, sur certains marchés) et de l'importance des intervenants pour compte propre (Tableau 1)[15]. Ces évolutions caractérisent la présence grandissante et massive de HFT et se traduisent par une difficulté croissante des intervenants à décrypter l'information de marché et à distinguer les circonstances de marché exceptionnelles des circonstances normales.

Graphique 43 : Valeurs du CAC 40 sur NYSE Euronext Paris : Nombre d'ordres et de transactions des membres de marché



Source : AMF

[15] L'importance du HFT se mesure également à la part qu'il représente dans les volumes de transactions. A titre d'exemple, et selon les données de l'AMF sur les valeurs du CAC négociées à Paris, les 5 premiers HFT comptent pour 10,5% des volumes de transactions réalisés à Paris de 2010T1 à 2011T1. Ces 5 firmes se situent parmi les 26 premiers participants en termes de volumes de transactions.

Les effets positifs du HFT doivent être relativisés par la prise en compte des externalités

L'évaluation de l'impact du développement du HFT sur la liquidité de marché a fait l'objet d'études qui mettent en avant certains effets positifs – la capacité à fournir de la liquidité dans certains contextes de marché, la réduction des coûts de recherche d'information (consolidation rapide et systématique des informations des différents marchés), l'automatisation des stratégies de *trading* et d'exécution, etc.[16] En ce qui concerne la liquidité, les indicateurs de liquidité effective – c'est-à-dire calculés au moment où des transactions ont effectivement lieu – attestent d'une réduction des coûts de transaction (*spreads* ou "fourchettes" effectives) pour les *blue chips*, mais qui s'accompagne d'une évolution incertaine voire négative de la profondeur. Ces vues sont étayées notamment par Jovanovic et Menkveld (2010), qui montrent un effet ambigu du HFT sur la liquidité, à savoir, certes, une baisse des coûts de transaction, mais aussi une baisse des volumes de transactions. L'amélioration apparente du processus de formation des prix doit aussi être relativisée : d'une part, le cadre conceptuel qui permet d'évaluer la capacité des prix de marché à intégrer l'information sur la valeur fondamentale des actifs connaît des limites ; d'autre part, les analyses ne portent que sur la formation des prix sur les marchés soumis à transparence *pre-trade* (« *lit* »). Enfin, l'épisode du 6 mai 2010 a démontré que le HFT n'était pas bénéfique en toutes circonstances. De fait, ces événements ont montré que les stratégies d'arbitrage entre classes d'actifs, nonobstant les bénéfices qu'elles peuvent avoir dans d'autres contextes de marché, accroissent la corrélation entre marchés et favorisent donc la transmission des chocs, en l'occurrence celle d'un choc sur le marché des *futures* aux marchés d'ETF[17] et d'actions sous-jacentes. D'autre part, ils ont révélé que les stratégies d'apport de liquidité des HFT, du fait de leur faible engagement en capital, s'interrompaient rapidement dans un marché directionnel, et, devenaient alors consommatrices de liquidité, amplifiant de ce fait la volatilité du marché.[18]

Tableau 1 : Part individuelle des membres de marché dans le nombre d'ordres et dans les volumes négociés
En fonction décroissante du nombre d'ordres sur la période 2009-2011T1 (en % et en millions d'ordres)

Membre de marché	Membre traitant pour compte...	09T1	09T2	09T3	09T4	10T1	10T2	10T3	10T4	11T1	Moyenne
Membre A	*...propre*	28	37	54	42	19	13	6	7	6	19,9
Membre B	*...propre*	21	15	4	5	11	25	22	19	12	15,9
Membre C	*...propre*	0	0	0	0	5	16	18	18	13	10,1
Membre D	...propre et de tiers	9	7	6	7	10	10	9	7	6	8,0
Membre E	...propre et de tiers	4	3	4	4	7	7	7	8	6	5,9
Membre F	...propre et de tiers	2	4	4	3	6	4	9	6	10	5,8
Membre G	*...propre*	1	1	2	4	4	3	5	7	11	4,8
Membre H	...propre et de tiers	5	4	4	8	10	3	3	4	3	4,4
Membre I	...propre et de tiers	2	6	4	5	6	2	5	6	4	4,3
Membre J	...propre et de tiers	5	4	4	4	6	3	4	4	3	4,0
Membre K	...propre et de tiers	2	3	2	2	1	1	2	2	2	1,6
Membre L	...propre et de tiers	1	1	1	3	3	1	1	1	1	1,4
Total des 12 premiers membres *(en %)*		80	85	89	87	88	88	91	89	77	86
Nombre d'ordres *(en millions)*		87	171	222	184	206	438	314	244	315	242

Source : AMF

[16] Sur le HFT en Europe, voir B. Jovanovic et A. Menkveld, *Middlemen in Limit-Order Markets*, 2010. Aux États-Unis, J. Brogaard, *High Frequency Trading and its Impact on Market Quality*, 2010 et A. Kirilenko *et al.*, *The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market*, 2010 (ce dernier concernant le marché des *futures* le 6 mai 2010). D'autres études portent plus largement sur le *trading* algorithmique, comme T. Hendershott et R. Riordan, *Algorithmic Trading and Information*, 2010 et T. Hendershott, Ch. Jones et A. Menkveld, *Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?*, 2010.

[17] A propos de l'impact sur le marché des ETF, voir M. Borkovec *et al.*, *Liquidity and Price Discovery in ETFs*, Investment Technology Group, May 2010 et .

[18] Voir notamment SEC-CFTC, *Preliminary report on May 6, 2010 events*, 18 mai 2010, SEC-CFTC, *Final report on May 6, 2010 events*, 30 sept. 2010 et A. Kirilenko *et al.*, 2010. Notons que les intervenants contraints par des obligations de tenue de marché ont, dans ce contexte, souvent affiché des prix qui avaient vocation à ne pas être exécutés (*stub quotes*), c'est-à-dire des offres d'achat à 1 cent par action ou des offres de vente à 100.000 dollars par action. De fait, une proportion importante des transactions du 6 mai 2010 qui ont été annulées correspondait à l'exécution de *stub quotes*.

D'autres externalités (des coûts pour le marché dans son ensemble que les HFT ne sont pas incités à porter) sont par ailleurs encore mal évaluées. Si l'apport de liquidité attribué au HFT a été noté comme significatif, il faut se demander s'il compense le coût accru des infrastructures de marché, et celui de l'accès qu'y ont les autres participants. En d'autres termes, le gain de liquidité compense-t-il le retrait du marché d'intervenants confrontés au risque de traiter face à des opérateurs ayant des avantages informationnels ?[19] Autrement dit, encore, dans quelle mesure des infrastructures propres à satisfaire les besoins de *trading* de certains intervenants présentent-elles un intérêt collectif ou au contraire un risque de surinvestissement ? Ce point reste à évaluer, mais différentes observations conduisent à relativiser les bénéfices de l'évolution des structures de marché pour certains types d'intervenants – les émetteurs de petite taille, par exemple (Gresse, 2010) ou les investisseurs institutionnels (Anand *et al.*, 2009).[20] Enfin, la complexification des marchés accroît le besoin de recourir à des systèmes et services appropriés d'intermédiaires de marché, qui, compte tenu des investissements et économies d'échelle nécessaires aux infrastructures, tendent à se concentrer. Cette concentration accrue renforce alors la capacité de certains membres à influer l'organisation des marchés (cf. aussi Encadré 6 sur le processus de consolidation des bourses) et appelle une gestion des risques appropriée.

Des interactions entre flux d'ordres transparents et « opaques »

Ces évolutions ne sont par ailleurs pas déconnectées des tendances en matière de transparence soulignées plus haut. Ainsi faudrait-il pouvoir évaluer l'impact du développement des structures de marché exonérant les intervenants de transparence pré-négociation, qui deviennent de plus en plus complexes et diversifiées (par exemple faisant intervenir les ordres en provenance du *retail*) à la lumière des interactions multiples entre flux d'ordres transparents et "opaques" – typiquement entre flux d'ordres pour compte propre des HFT et des banques d'investissement et flux d'ordres pour compte de tiers.

Des défis pour la surveillance des marchés

Enfin, si le *trading* algorithmique, comme technique de négociation, ne permet pas de préjuger d'intentions manipulatoires ou abusives, il peut cependant faciliter, le cas échéant, la mise en œuvre de stratégies de ce type en les automatisant, et en réduisant le profit unitaire des transactions qui en résultent (et ce faisant le risque d'être détecté). En outre, les relations de plus en plus étroites entre marchés et classes d'actifs distincts - dérivés, fonds (ETF), etc. – accroissent les possibilités de manipulation, en particulier le risque de *front running.*[21] La complexification des structures de marché et la multiplication des informations à analyser rendent en outre de plus en plus difficile la surveillance des marchés et alourdissent considérablement son coût. Elles interpellent donc les régulateurs sur les moyens – la précision des informations déclaratives (sur les ordres, transactions, stratégies, l'identité des acteurs, etc.) et l'exhaustivité des traitements réalisés sur cette base – et, *in fine*, sur le degré de protection des investisseurs jugé collectivement désirable.[22] Cette question ressort avec beaucoup d'acuité en Europe, où les superviseurs ne disposent pas d'informations de marché pré-négociation consolidées à travers les marchés sur lesquels sont traités les titres qu'ils supervisent, ce qui limite leur capacité de surveillance. Ces considérations ne sont par ailleurs pas sans implications concurrentielles pour les entreprises de marché, puisque certaines ont des attributions en matière de surveillance des marchés, tandis que dans d'autres juridictions, la supervision est assurée par les autorités de marché. Au-delà, la faible réversibilité des choix d'infrastructure de supervision rendus aujourd'hui nécessaires par l'évolution rapide des techniques de négociation, risque d'accroître avec le temps la difficulté à mettre en œuvre une solution européenne intégrée de supervision des marchés.

---

[19] Sélection adverse mentionnée par B. Biais *et al.*, *Algorithmic trading: Market transparency, efficiency & stability*, 2010.
[20] C. Gresse, *Multi-Market Trading and Market Liquidity: The Post-Mifid Picture*, 2010 et A. Anand *et al.*, *Market Crashes and Institutional Trading*, 2009.
[21] J. Angel, L. Harris et Ch. Spatt, *Equity Trading in the 21st Century,* (2010). M. O'Hara, *What is a quote?*, (2010) évoque les risques de manipulation de prix des transactions hors marché référencées sur les prix des marchés réglementés.
[22] Notons ici, qu'aux Etats-Unis à la suite du *Consolidated Audit Trail Proposal* proposé par la SEC le 26 mai 2010, les régulateurs de marché ont procédé à l'intégration de l'ensemble des actions du National Market System au sein de l'*Order Audit Trail System* (OATS) de FINRA. Ils ont en outre précisé les normes techniques des déclarations qui y sont faites.

Des risques – le cas échéant systémiques – pour la résilience et la stabilité des marchés

Les nouvelles technologies et dynamiques des marchés algorithmiques créent divers types de risques :

- premièrement, des risques opérationnels, liés notamment à la capacité et à la résilience des infrastructures de marché. Face aux cycles et pics d'activité de plus en plus courts qui caractérisent le *trading* algorithmique, le premier risque est celui d'envois erronés d'ordres aux marchés – et diverses observations montrent qu'ils revêtent une réalité nouvelle.[23] Au-delà, ils concernent toute la chaîne de traitement des ordres, à commencer par l'accès au marché – la recherche d'accès à faible latence (*co-location*, accès sponsorisé, etc.) tendant à réduire les contrôles des risques à l'entrée. Ils portent aussi sur la capacité des systèmes de transaction à gérer des flux d'ordres momentanés très importants ainsi que sur l'ensemble des systèmes et procédures propres à assurer une bonne gestion des risques. Ils portent enfin aussi sur les traitements post-négociation dans la mesure où les membres des chambres de compensation doivent s'assurer du suivi des positions de leurs clients mais peuvent aussi avoir des incitations (concurrentielles) à réduire leurs coûts en la matière.

- deuxièmement, des fluctuations liées aux nouvelles dynamiques de marché, éventuellement accentuées par le développement des stratégies d'arbitrage (entre actifs, marchés, et classes d'actifs, sur la base de corrélations observées).[24] Ces stratégies permettent, en temps normal, de "transférer" de la liquidité de là où elle est abondante vers là où elle manque, et permettent donc d'absorber une demande de liquidité locale. Néanmoins, comme l'a montré le *flash crash* du 6 mai 2010, lorsque les chocs de liquidité ne peuvent être absorbés par ces stratégies, elles peuvent au contraire avoir des effets déstabilisateurs (voir plus haut).

De fait, dans un contexte où la fourniture de liquidité ressort comme plus instable, le contenu informationnel de la liquidité et la dynamique des prix des marchés algorithmiques deviennent plus incertains et peuvent alors affecter la confiance des participants de marché. Il semble ici nécessaire d'évaluer, en premier lieu, la fourniture de liquidité par les HFT dont la "*contribution to higher trading volumes may be mistaken for liquidity*"[25]. Au-delà, il importe, lorsqu'elle disparaît, d'évaluer les incitations d'autres types d'intervenants – avec des horizons d'investissement plus longs et une capacité à apprécier la valeur fondamentale des actifs – à se constituer en une source alternative de liquidité susceptible d'assurer la stabilité des marchés.[26] Quoi qu'il en soit, des dynamiques nouvelles des marchés sont à l'œuvre, qui, en l'absence d'information plus précise sur le *strategy mix* (l'importance respective des différents types de stratégies à l'œuvre sur le marché), restent difficiles à interpréter, alors qu'elles revêtent potentiellement une dimension systémique.

Les déficiences actuelles de la transparence de marché

Dans ce contexte, une amélioration de la transparence *post-trade* ressort comme primordiale, le champ laissé par la MIF à l'initiative privée n'ayant pas permis d'obtenir une qualité satisfaisante des données de marché. Comme le montre l'exemple américain, le fonctionnement et la gouvernance des infrastructures de marché concernées auront un rôle structurant pour les marchés européens – il importe en particulier que les choix opérés tiennent compte des externalités attachées aux bénéfices de la publication des prix boursiers pour le marché et l'économie dans son ensemble, au-delà des simples intérêts particuliers de certains intervenants. On peut enfin observer que l'Europe n'envisage pas à

[23] Des exemples sont donnés par la Chicago Fed Letter, *Controlling risk in a lightning-speed trading environment*, 2010.
[24] L'importance de ces stratégies est notée depuis une décennie. J. Hasbrouck (2003) observe déjà que la formation des prix des *blue chips* aux Etats-Unis se fait avant tout sur les marchés de futures et de fonds cotés (ETF) (*Intraday Price Formation in U.S. Equity Index Markets*, Journal of Finance). Les risques qui en résultent ont été rendus visibles par les événements du 6 mai 2010 aux Etats-Unis. Voir SEC-CFTC, *Final report on May 6, 2010 events*, sept. 2010.
[25] Cf. J. Hasbrouck et G. Saar, *Technology and Liquidity Provision: The Blurring of Traditional Definitions*, 2008 et M. O'Hara, *op. cit.* qui note la présence croissante d'ordres annulés et à faible contenu informationnel
[26] La SEC et la CFTC américaines parlent de "Fundamental Traders" (cf. aussi Kirilenko *et al.*, *op. cit.*).

ce stade de *consolidated quote*, c'est-à-dire de consolidation de l'information de marché pré-négociation (en l'occurrence des meilleurs prix à l'achat et à la vente), ce qui est notamment de nature à porter préjudice à l'appréciation de la qualité d'exécution (le respect des obligations réglementaires de *best execution*) par les investisseurs finaux.

Encadré 6 : Consolidation des bourses : des opportunités et des risques

Plusieurs projets ont relancé le mouvement de consolidation qui avait connu une pause depuis 2007. L'annonce du projet de rapprochement entre Deutsche Börse (DB) et NYSE-Euronext (NYX) a suivi celle du London Stock Exchange et de la Bourse de Toronto. L'offre de DB sur NYX a fait l'objet de l'annonce d'une contre-offre par Nasdaq-OMX initiée conjointement avec ICE. Bats Trading est aussi engagé dans le rachat de chi-X (en revanche, le rapprochement des marchés de Sydney et Singapour n'a pas été autorisé par les autorités australiennes). Ces annonces sont motivées par la recherche d'économies d'échelle et de diversification vis-à-vis d'activités (*cash* actions, notamment) devenues moins rentables et soumises à une concurrence croissante.

Les risques du point de vue du régulateur : Les schémas d'opérations impliquant NYSE-Euronext sont particulièrement complexes. Ils soulèvent de nombreuses questions politiques, réglementaires et concurrentielles. Au regard du droit de la concurrence, une alliance avec Deutsche Börse pose la question de la part de marché dominante qu'aurait le nouvel ensemble en Europe sur les dérivés listés ainsi que de la constitution du premier ensemble boursier européen sur un modèle de silo vertical intégrant négociation, compensation et règlement-livraison. La période de discussion peut engendrer des risques en raison des incertitudes pour les équipes et les projets en cours de développement, ainsi que de la mobilisation forte du management et des principaux collaborateurs dans des négociations qui les rend moins disponibles pour la gestion au quotidien de l'entreprise de marché. Le régulateur est particulièrement vigilant aux risques que ces évolutions sont susceptibles de faire peser sur la continuité opérationnelle et la stabilité des marchés, avec une attention particulière portée à l'évolution de la compensation des flux de transactions sur Euronext Paris. La réunion de l'assemblée générale des actionnaires de NYSE-Euronext le 7 juillet marquera une étape décisive dans l'évolution du projet DB/NYX, l'avis de l'autorité de la concurrence européenne étant attendu pour fin 2011. Dans l'hypothèse où l'opération se réaliserait, les risques éventuels dépendront de l'efficacité du cadre de supervision et de coordination mis en place entre régulateurs et des moyens internes de contrôle au sein du nouveau groupe. Les régulateurs doivent donc obtenir des garanties précises dans ce domaine. Une interrogation plus générale porte sur la question de la répartition des bénéfices des synergies espérées, et notamment en matière de compensation, sur l'évolution des tarifs, avec des préoccupations particulières pour l'animation du marché des petites et moyennes entreprises et sur les différenciations tarifaires entre membres. Les régulateurs devront ainsi être en mesure de pouvoir valider les phases futures d'intégration, après que les conditions et exigences appropriées aient été posées en amont de toute opération de rapprochement.

Les bourses, entités systémiques ? La poursuite du mouvement de consolidation autour de quelques grands opérateurs boursiers mondiaux pose la question de leur importance systémique et des implications en termes de supervision et de maîtrise des risques au sein des bourses (notamment des risques opérationnels et en matière de plans de continuité). Les standards CPSS-IOSCO s'appliquent aux infrastructures de post-marché (cf. ci-après pour les CCP) mais un grand nombre d'entre eux (notamment en matière de gouvernance, de transparence, de ressources et de contrôle des risques) sont également pertinents pour les marchés.

2. DES PROGRES SUR LES MARCHES DERIVES DE GRE-A-GRE MAIS UN EQUILIBRE FINAL ENCORE INCERTAIN

Poursuite des travaux dans la ligne fixée par le G-20

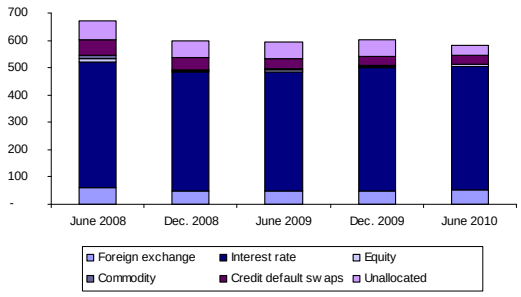
Le G-20 a stipulé en septembre 2009 que « *all standardised over-the-counter (OTC) derivatives contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by the end of 2012. OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories* ». Les travaux se sont poursuivis en 2010 pour définir les règles permettant de répondre à ces objectifs. Les principales dispositions sont intégrées dans le Dodd-Frank Act aux États-Unis et, en Europe, dans le projet de

révision de la directive MIF et dans celui de règlement sur les infrastructures de marché (EMIR). Les nouveaux standards internationaux CPSS-IOSCO, publiés pour consultation en mars 2011, offrent par ailleurs un socle commun exigeant pour les infrastructures de post-marché. Le Conseil de la stabilité financière est aussi chargé du suivi global des progrès réalisés, sur la base des recommandations de son rapport d'octobre 2010. Enfin, l'OTC Derivatives Supervisors Group (ODSG) fait le lien entre les régulateurs et les principaux acteurs de marché.

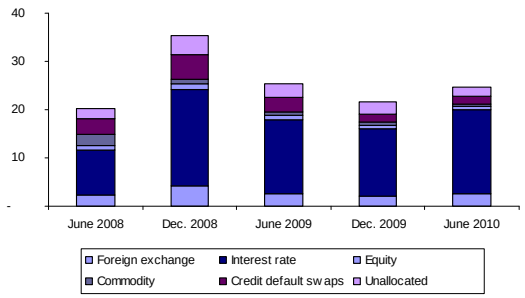
Tendance 2011 : Légère baisse des volumes notionnels enregistrés sur les marchés dérivés

Selon les données de la Banque des règlements internationaux, le total des instruments dérivés négociés de gré à gré atteint 583 trillions de dollars à mi-2010 (Graphique 44), en légère baisse par rapport à 2009, ce qui s'explique principalement par les fluctuations du dollar ; on observe en revanche une hausse de 15% des montants exprimés en valeur de marché reflétant une volatilité accrue sur la période (Graphique 45).

Graphique 44 : Montants notionnels *(en trillions de dollars)*



Graphique 45 : Valeurs de marché brutes *(en trillions de dollars)*

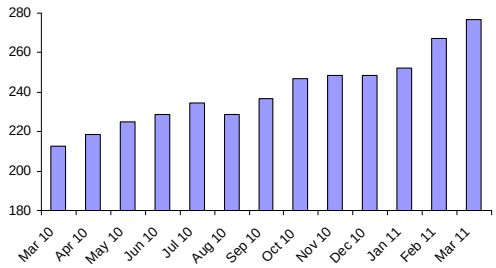


Source : BRI

Près de la moitié des encours notionnels de swaps *de taux compensés centralement*

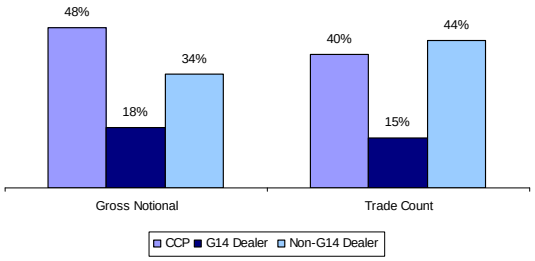
Outre les informations publiées par la BRI, TriOptima publie depuis avril 2010 des données sur les *interest rate swaps* à partir des informations fournies quotidiennement par les participants de marché. Selon ces données, environ la moitié (245 trillions de dollars) des encours de dérivés sur *swaps* de taux est aujourd'hui compensée sur une CCP, principalement via SwapClear (LCH), à comparer à environ 35% à la fin 2008. Le marché est par ailleurs moins concentré que sur d'autres classes d'actifs, les 14 principaux *dealers* ne représentant que 18% des montants notionnels.

Graphique 46 : Montants notionnels sur *swaps* de taux compensés par LCH.Clearnet *(en trillions de dollars)*



Source : LCH.Clearnet

Graphique 47 : Répartition par type de contrepartie *(en %)*



Source: TriOptima, avril 2011

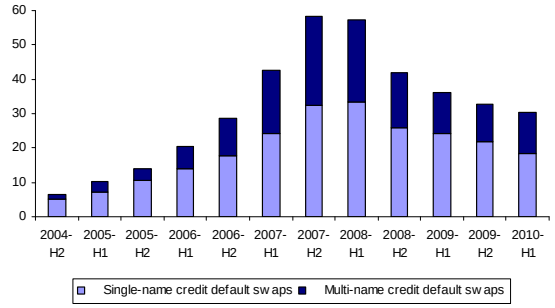
Poursuite des évolutions sur le marché des credit default swaps*...*

L'encours notionnel des CDS a continué à décroître sur la période 2009-2010 (30 trillions de dollars à juin 2010) ; la baisse a porté sur les contrats *single-name* (-16%), alors que les contrats *multi-name* ont connu une progression (+10%) ; les contrats *single-name* continuent à représenter la part la plus importante des contrats traités (61%). Le recours

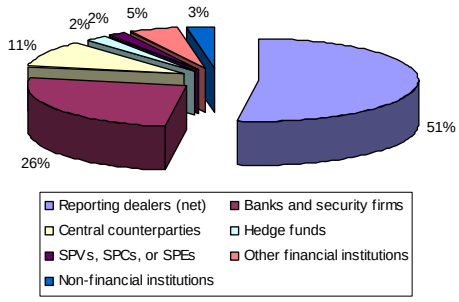
accru à la compression et aux chambres de compensation explique cette baisse, la BRI indiquant qu'en l'absence de compression, les volumes de CDS auraient continué à croître (estimés à 80 trillions de dollars, soit environ deux fois et demi la valeur observée aujourd'hui).[27]

Les données de la BRI offrent par ailleurs désormais des indications plus précises sur la nature des contreparties sur les marchés des CDS : les *dealers* (51%) et autres banques (26%) restent largement dominants mais les chiffres permettent désormais d'identifier aussi les chambres de compensation (11%), tandis que la part respective des SPVs et des *hedge funds* est de l'ordre de 2%.

Graphique 48 : Marché des CDS – Evolution des montants notionnels, 2004-2010 *(en milliards de dollars)*



Graphique 49 : Marché des CDS – Répartition des montants notionnels par contrepartie *(en %)*



Source : BRI

Les données montrent que les contrats compensés par une chambre de compensation représentent un peu plus de 10% des montants notionnels, majoritairement sur des CDS *multi-name*, ce qui reflète la liquidité plus grande de ces contrats par rapport aux *single-name*. ICE Trust US et ICE Clear Europe sont les deux principales chambres de compensation sur CDS. Le lancement fin avril 2011 d'une enquête par les autorités de la concurrence européennes à la fois sur le rôle du fournisseur de données Markit et sur celui de ICE Clear illustre les préoccupations qui demeurent en ce qui concerne la structure du marché des CDS, et notamment le niveau de concentration.

... mais une structure de marché qui pose toujours question

Le niveau de collatéral en circulation et les évolutions à attendre

L'enquête annuelle de l'ISDA estime le montant de collatéral en circulation sur les marchés dérivés OTC à 2,9 trillions de dollars à fin 2010, à comparer à 3,2 trillions de dollars fin 2009. Selon l'ISDA, cette diminution est à relier à la baisse de l'exposition brute (*gross credit exposure*) observée sur la période. On note par ailleurs une diminution du nombre d'accords de collatéralisation en place en 2010 (aujourd'hui estimé à 150 000 environ, contre 172 000 en 2009), reflétant, selon l'ISDA, une consolidation des acteurs. Le cash reste la forme prédominante de collatéral (environ 80%), suivi des titres souverains.

Environ 70% des transactions font l'objet d'accords de collatéralisation (avec des variations selon le type d'instruments – 93% pour les dérivés de crédit, 79% pour les dérivés de taux, 72% pour les dérivés actions et un peu moins de 60% pour les dérivés de change et matières premières – et selon la taille des programmes). Les niveaux et pratiques de collatéralisation diffèrent aussi fortement selon le type de contrepartie (grands *dealers*, *hedge funds*, entités non financières, souverains, etc.). Ces chiffres sont à analyser avec précaution puisqu'ils se basent sur des extrapolations et ne prennent pas nécessairement en compte les double-comptabilisations – dans l'ensemble, le manque de collatéralisation

[27] N. Vause, *Counterparty risk and contract volumes in the credit swap market*, BIS Quarterly Review, déc. 2010. La compression élimine les transactions qui se compensent sans changer l'exposition nette d'une institution. Selon la BRI, plus de 65 trillions de dollars de positions opposées ont été annulées sur le marché des CDS.

sur les marchés dérivés OTC est donc jugée très significatif (jusqu'à 2 trillions de dollars selon certaines estimations[28]).

Ce manque (qui devrait avoir diminué depuis la crise en raison de pratiques plus prudentes, notamment vis-à-vis des *hedge funds*) pourrait rester important, en fonction des exemptions pour les clients finaux financiers (compagnies d'assurance, investisseurs, etc.) et non-financiers qui pourraient être introduites dans les cadres réglementaires. En revanche, le recours aux CCP par les *dealers* et les banques se traduira par une augmentation des montants de collatéral postés (en fonction des calculs effectués par les CCP), ainsi que des coûts d'opportunité liés à l'impossibilité de réutiliser le collatéral. Se pose par ailleurs la question de la disponibilité de collatéral de qualité.

Compensation des instruments dérivés : une prise en compte en amont des nouveaux risques potentiels

Outre les contraintes réglementaires qui imposeront une compensation centralisée pour les dérivés standardisés (et déjà amorcée comme souligné ci-dessus), la réforme de Bâle III crée une incitation particulière en prévoyant une pondération faible (2%) des risques de contrepartie pour les contrats compensés par une CCP répondant aux critères de CPSS-IOSCO. Le rôle croissant des CCP pose donc de nouvelles questions sur leur importance systémique et les risques éventuels qui en découlent.[29] Ces risques paraissent cependant pouvoir être maîtrisés et à mettre au regard de la contribution des CCP à la réduction des risques.

CCP et stabilité financière : Aperçu des questions posées

Les bénéfices des CCP	Les nouvelles questions posées	Moyens pour prévenir les risques
↑ Réduction du niveau global du risque en effectuant le calcul des positions nettes ↑ Réponse au « *too-interconnected-to-fail* » en absorbant le risque de contrepartie et en se substituant au membre en cas de défaillance ↑ Généralisation des pratiques de collatérisation, créant ainsi des dés-incitations à la prise de risque ↑ Capacité de résistance en cas de défaillance d'un acteur majeur (ex: Lehman), lorsque la gestion des risques (notamment de crédit et de liquidité) est suffisamment rigoureuse	↓ Gestion des risques plus complexe en raison de certaines caractéristiques des nouveaux produits compensés (« *jump-to-default* » et corrélation dans le cas des CDS notamment) ↓ Aléa moral si les participants de marché se sentent moins incités à maintenir une gestion robuste des risques ↓ Procyclicité (en cas de fortes tensions, les appels de marge obligent à la vente et contribuent à déprécier le prix des actifs) ↓ Concentration des risques au sein des CCPs et capacité du système à faire face à une défaillance	→ Définitions des caractéristiques des instruments compensables, en fonction ▪ Du degré de liquidité et de standardisation ▪ De la disponibilité d'une référence de prix → Exigences en matière de ▪ Critères d'accès ▪ Gestion des risques ▪ Ressources financières ▪ Ségrégation et portabilité des positions ▪ Risques opérationnels ▪ Gouvernance → Procédures de liquidation → Supervision renforcée

Les autorités compétentes vont fixer des standards précis permettant de contenir les risques tant au niveau des instruments compensables que des exigences imposées aux CCP. Des réflexions sont aussi engagées sur des sujets plus nouveaux, tels que la mise en œuvre d'une approche *« through the cycle »* pour le calcul des marges initiales et des *haircuts* ou l'introduction d'*add-on* contracycliques.[30] Par ailleurs, l'extension des discussions sur les entités systémiques aux institutions non-bancaires concerne en premier lieu les chambres de compensation, ce qui devrait se traduire par des travaux complémentaires.

Accès à la liquidité banque centrale, interopérabilité, accès : des choix importants pour la stabilité financière

Un certain nombre de questions reste cependant en suspens. L'accès aux facilités de la banque centrale pour les CCP, par exemple, est un atout important, acquis aujourd'hui dans la législation française, mais dont l'avenir dans le cadre du règlement européen est incertain. Cet accès permet à la CCP non seulement de se financer dans les limites autorisées par la banque centrale, mais aussi de placer des liquidités de ses membres

[28] Cf. les travaux de M. Singh et J. Aitken, et récemment, M. Singh, *Making OTC Derivatives Safe – A Fresh Look*, FMI, mars 2011. Voir aussi Tabb, *The Global Risk Transfer Market*, nov. 2010. Les estimations de la BRI sont plus faibles (environ 1 tr. de dollars) : voir S. Cecchetti & al., *Central counterparties for over-the-counter derivatives*, BIS Quarterly Review, sept. 2009.
[29] Voir, pour un aperçu, F. Hervo, *Infrastructures de marché et stabilité financière*, Bulletin Banque de France, 2010.
[30] Cf. Committee on the Global Financial System, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, 2010.

compensateurs. Par ailleurs, le rôle accru des chambres pose des questions relatives à la structure du marché (nombre optimal de CCP, concurrence et liens entre CCP). En outre, la compensation obligatoire suscite des questions nouvelles en matière de critères d'accès aux CCP : le niveau des exigences imposées (taille du *trading book*, etc.) permet de renforcer la robustesse de l'ensemble mais risque de limiter l'accès à un petit nombre d'acteurs globaux, ce qui peut leur offrir un avantage concurrentiel au détriment des plus petits membres. La question se pose aussi pour les pays plus petits dont la taille du marché dérivé ne permet pas le développement d'une chambre de compensation indépendante. Le sujet rouvre ainsi des discussions sur l'interopérabilité, cependant encadrée strictement par les nouveaux standards CPSS-IOSCO en raison des vulnérabilités spécifiques qu'elle engendre.

Identification des risques : le rôle des trade repositories

Les bases de données centrales sur les transactions (« *trade repositories* ») voulues par le G-20 sont destinées à devenir des « infrastructures essentielles » compte tenu du rôle qu'elles jouent dans l'identification et la prévention des risques systémiques. Leur utilisation devrait être prévue par le futur règlement européen EMIR et soulèvera sans doute des questions liées au modèle d'organisation du marché (base de données centrale par produit, par région ou par devise, etc.) notamment en fonction du principe d'accès aux données par les autorités et vis-à-vis des enjeux d'intégrité et de confidentialité des informations. Par ailleurs, un projet ambitieux lancé par le Trésor américain pour l'identification des contreparties aux contrats (le « *legal entity identifier* », LEI), pourrait également avoir des implications en Europe et suppose donc de regarder le champ et les conditions qui seront définis.

SEF, OTF, IDB, OTC : quel(s) modèle(s) pour les marchés dérivés (et au-delà pour les autres instruments financiers) ?

La réforme des marchés OTC engagée en Europe et aux États-Unis a suscité de nouvelles initiatives, notamment de la part des *interdealer brokers* (IDB) qui ont lancé des plateformes de négociation qu'ils jugent pouvoir répondre aux exigences qui seront définies par les régulateurs (ICAP le premier en septembre 2010, avec une plateforme de *swaps* de taux basée à Londres, suivi de BCG, GFI et Tradition en mars 2011). D'autres modèles pourraient se développer, peut-être fondés sur un *membership* plus large (Tradeweb, par exemple, une plateforme détenue par Thomson et un consortium de *dealers*, a commencé de traiter des CDS en février 2011 entre les *dealers* et leurs clients).

Les chiffres publiés par ICAP sur les premiers mois d'existence de sa plateforme semblent indiquer un développement rapide, la plateforme ayant attiré déjà près de 20% de l'activité de l'IDB sur les *swaps* de taux en euros. Le futur de ces nouvelles plateformes – et leur contribution à l'objectif de réforme des marchés OTC – est cependant conditionné par plusieurs éléments :

- La standardisation des contrats : un des freins réside dans le traitement comptable des couvertures pour les *corporates* ; les évolutions de la norme IAS 39, qui permettront de rapprocher la comptabilité de couverture de la gestion des risques de l'entreprise, devraient favoriser une plus grande standardisation[31] ; en revanche, certains évoquent les risques de contournement de l'obligation de compensation des instruments dérivés standards via l'introduction d'éléments non-standards dans les contrats ;
- La résistance vis-à-vis d'une transparence pré-négociation accrue[32] ;
- Des changements éventuels au niveau des participants de marché, *buy-side* (y compris des *hedge funds*) ou traders algorithmiques aujourd'hui actifs sur les marchés de

[31] En particulier, la norme IAS 39 requiert que la couverture soit « hautement efficace » (fourchette de 80-125%). Cette règle disparaît dans le projet d'IFRS 9. Le projet n'inclut en revanche pas de dispositions en matière de « *macro-hedging* ».
[32] Cf. les travaux réalisés pour l'ISDA par M. Avellaneda et R. Cont sur la transparence des marchés dérivés OTC.

futures, avec des implications possibles mais encore difficilement appréciables au niveau de la liquidité[33] ;

- Le cadre réglementaire des nouvelles plateformes (SEF, *swap execution facilities* aux États-Unis et OTF, *organised trading facilities* en Europe). [34]

Les régulateurs doivent répondre à un objectif de migration des transactions OTC vers des plateformes organisées tout en prenant en compte les impacts possibles sur la liquidité et les *spreads.* Les deux principaux éléments de discussion concernent le caractère multilatéral des plateformes et les règles de transparence. En fonction du cadre qui sera choisi – et pour autant qu'il soit harmonisé au niveau mondial – se dessinera une réforme « a minima » des marchés dérivés OTC, caractérisée principalement par une électronisation accrue des transactions, ou bien une restructuration plus ambitieuse, permettant de réduire la part bilatérale des transactions réalisées sur les instruments dérivés. Se profile donc un risque de *« race-to-the-bottom »* au niveau des exigences applicables aux plateformes ou d'arbitrage réglementaire en cas de différences trop significatives entre les cadres européen et américain, le cadre américain pouvant lui-même évoluer vers un double régime puisque le Dodd-Frank Act charge à la fois la SEC et la CFTC d'élaborer les règles applicables aux *swaps execution facilities*. L'OICV a publié en février 2011 un rapport qui établit un ensemble de conditions à remplir par des plateformes « organisées » répondant aux objectifs du G-20, notamment en termes de transparence pré- et post-négociation ; reste néanmoins une divergence de vues entre régulateurs en ce qui concerne le caractère multilatéral ou bilatéral de ces plateformes (cf. ci-dessous, critère 8). En avril 2011, le Conseil de la stabilité financière a donc mandaté l'OICV pour poursuivre l'analyse des différents types de plateformes existantes et des modèles - *single-dealer* ou *multi-dealers*.

Caractéristiques des plateformes de négociation : Le rapport de l'OICV d'avril 2011

1. Registration with a competent regulatory authority, including requirements relating to financial resources and operational capability
2. Access for participants based on objective and fair criteria that are applied in an impartial, non-discriminatory manner
3. Pre- and post-trade transparency arrangements which are appropriate to the nature and liquidity of the product and the functionalities offered by the platform
4. Operational efficiency and resilience including appropriate linkages to post-trade infrastructure and measures to handle potential disruption to the platform
5. Active market surveillance capabilities, including audit trail capability
6. Transparent rules governing the operation of the platform
7. Rules that do not permit a platform operator to discriminate between comparable platform participants in relation to the interaction of buying and selling interests within the system, whether fully electronic or hybrid
8. ***The opportunity for platform participants to seek liquidity and trade with multiple liquidity providers within a centralised system***

Source : OICV

[33] Par exemple, la plateforme de GFI inclut deux *market-makers* électroniques, DRW Holdings et Getco ; une autre plateforme, Eris Exchange, a été créée l'été dernier aux Etats-Unis par un groupe de *market-makers* et acteurs du HFT, dont les deux précédemment cités, et traditionnellement présents sur les marchés de *futures* (le HFT représente environ 40% des transactions sur les marchés de *futures* américains, selon des données Tabb).

[34] Le Titre 7 du Dodd-Frank Act définit une SEF comme *« a facility trading system or platform in which multiple participants have the ability to execute or trade swaps by accepting bids and offers made by other participants that are open to multiple participants* (…) *»* ; la SEC et la CFTC sont en train de définir les règles d'application. En Europe, la proposition de la Commission définit une OTF comme *« any facility or system operated by an investment firm or market operator that brings together buy and sell orders in relation to financial instruments on an organised basis ».*

3. INTERMEDIAIRES : REFORMES, TRANSFERTS OU RETOUR A LA PRISE DE RISQUE, NOUVELLES SOURCES DE CROISSANCE : QUELLE RENTABILITE DEMAIN ?

Un cadre stabilisé dans ses grandes lignes

L'année 2010 représente une année charnière pour la réforme du cadre réglementaire applicable aux banques. Aux États-Unis tout d'abord, l'adoption du Dodd-Frank Act a de lourdes implications pour l'organisation et la stratégie des intermédiaires financiers ; outre la définition du statut de *« major swap participant »*, la législation prévoit, entre autres, la mise en œuvre de la règle Volcker qui impose un désengagement des activités de *proprietary trading* des banques, ainsi qu'une limite de leurs participations dans des fonds de capital investissement ou des *hedge funds* (règle des 3%) ; l'amendement Lincoln (*« swaps push-out »*) prévoit aussi que les banques devront enregistrer certains *swaps* dans des filiales séparées non-bancaires mais cette disposition comprend de nombreuses exemptions, notamment pour les *swaps* de taux[35].

Au niveau international, la réforme du cadre prudentiel engagée par le Comité de Bâle en 2009 s'est poursuivie en 2010 : outre le rehaussement du niveau et de la qualité du capital des banques, la réforme bâloise introduit deux ratios de liquidité (à trente jours et à un an) et un ratio de levier. Elle revoit aussi significativement le traitement prudentiel en matière de titrisation, corrige certaines défaillances des modèles de *value-at-risk* et renforce la prise en compte du risque de contrepartie pour les instruments dérivés traités de gré à gré, complétant les dispositions prises en 2009. Le nouveau cadre cherche par ailleurs à prendre en compte les effets d'interconnexion entre grandes banques. Globalement, ces mesures accroissent significativement les exigences en capital au titre des risques de marché.

Si les principaux axes de réforme sont désormais connus, d'autres mesures restent en discussion et pourraient aussi significativement affecter la stratégie des principaux intermédiaires, notamment celles relatives aux *systemically important financial institutions* (SIFIs). Les travaux sur les SIFIs prévoient déjà une supervision renforcée, la mise en œuvre d'un cadre de résolution et des mécanismes additionnels d'absorption des pertes pour les banques qualifiées de systémiques, selon des formes qui restent à définir. Reste la question de l'identification des SIFIs, et des conséquences éventuelles en termes de concentration et en termes de concurrence vis-à-vis des banques non-SIFIs. Le Comité de Bâle a en outre débuté une revue fondamentale du traitement prudentiel des activités de marché, avec l'objectif de renforcer la cohérence globale du cadre.

Des implications stratégiques pour les banques et importantes pour leurs clients

Ce nouveau cadre a plusieurs conséquences, certaines déjà en œuvre et d'autres dont l'impact n'est pas complètement anticipé :

- La fermeture ou le transfert de certaines activités : les mouvements au sein des banques d'investissement américaines ont été particulièrement commentés (cf. encadré) ; outre la règle Volcker, c'est aussi l'attention accrue portée aux rémunérations au sein des banques qui explique un certain nombre de transferts. L'impact de la règle Volcker concernant les « zones grises » entre compte propre et facilitation, par exemple, est en revanche encore incertain (et actuellement en consultation sous l'égide du *Financial Stability Oversight Council* (FSOC)). Parmi les mesures considérées figurent la définition de limites sur certaines stratégies ou en termes de concentration des positions sur certaines classes d'actifs, ainsi que des mesures de rotation des portefeuilles (*inventories*) ;

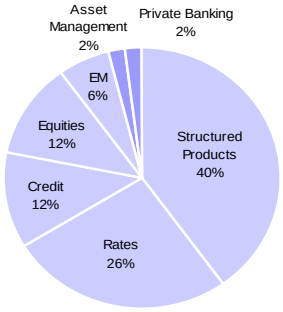
[35] L'amendement ne s'applique pas à la couverture des risques de la banque elle-même, ni aux *swaps* de taux ou de devises, ni aux transactions relatives à certains métaux (or, argent, etc.). La règle vaudra donc principalement pour les matières premières, les CDS et les dérivés sur actions.

- Plus généralement, le renchérissement en capital de certaines activités (titrisation, taux et crédit principalement) conduit certains acteurs à réduire ou abandonner ces activités, ce qui peut se traduire par des impacts sur la liquidité et la concentration. Les nouvelles exigences pourraient aussi se traduire par des coûts plus élevés pour les clients, en particulier pour les contreparties présentant des risques de crédit plus élevés ;

- Comme indiqué précédemment, le nouveau cadre prudentiel offre une incitation à utiliser les chambres de compensation ; l'effet final dépendra en partie d'une évaluation de l'impact potentiel sur les marges des intermédiaires par rapport aux économies en charges de capital par le recours aux CCP – devront aussi être intégrées les charges représentant l'exposition des banques aux CCP, selon des modalités qui sont en train d'être revues par le Comité de Bâle ;

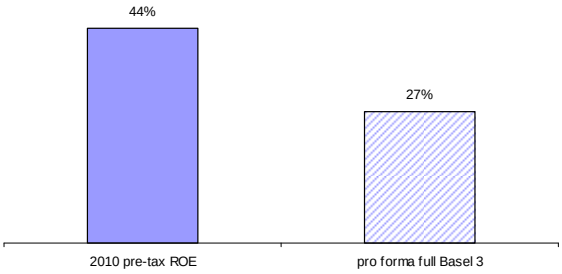
- La pondération accrue de certaines activités revient à rendre potentiellement plus attractifs d'autres segments de marché (*commodities*, etc.). Les banques seront aussi incitées à rechercher de nouvelles activités et sources de profit, y compris dans les pays émergents. Les banques vont ainsi reconsidérer l'ensemble de leurs activités en fonction de leur consommation en capital (activités *« balance-sheet lite vs. capital intensive »*) et d'autres contraintes réglementaires comme les ratios de liquidité, qui renchérissent les coûts de *funding*, et le ratio de levier, qui limite la croissance de la taille des bilans.

Graphique 50 : Impact de Bâle III par segment d'activité *(illustration)*



Données Credit Suisse. Estimation de l'augmentation des actifs pondérés des risques dans la phase de transition vers Bâle III, après mitigation. EM : Emerging Markets. Source : Credit Suisse, Morgan Stanley Conference, mars 2011

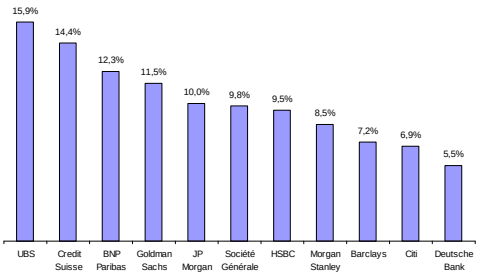
Graphique 51 : Impact de Bâle III sur la rentabilité des activités de marché *(illustration)*



Données BNP Paribas pour les activités CIB-Capital Markets
Source : BNP Paribas, Morgan Stanley Conference, mars 2011

In fine, l'impact sur la rentabilité globale des activités de marché des banques – qui devrait baisser sous l'effet de la réforme prudentielle et du mouvement de standardisation attendu sur les marchés dérivés – reste difficile à apprécier ; à la publication des résultats 2010, la moyenne des objectifs affichés de ROE pour les onze principales banques européennes était de 17,5%[36] et certaines institutions continuent à tabler sur des niveaux élevés de rentabilité. L'image finale dépendra des évolutions des *business models*, du niveau de concentration et de l'évolution des prix pour les clients, et du retour à la prise de risque.

Graphique 52 : ROE 2010 des grandes banques



Sources : Banques

[36] Calculs des analystes de Barclays Capital, mars 2011 (*source : Financial News*).

Des risques d'arbitrage ou de contournement

Les réformes de 2010 (qui se poursuivent en 2011) pourraient aussi créer des opportunités d'arbitrage réglementaire entre l'Europe et les États-Unis ou au profit de centres financiers en Asie. En outre, les discussions sur les SIFIs, qui ont débuté par les banques mais s'étendent aujourd'hui aux *non-bank SIFIs* (*hedge funds* entre autres), devraient aussi favoriser la création d'entités plus petites, plus agiles, et plus à même de passer sous les radars des régulateurs et des superviseurs et qui pourraient combler un financement ou des activités de *trading* auparavant fournis par les banques (cf. les discussions sur *shadow banking*).

Encadré 7 : Une réduction ou un déplacement des risques et quelles conséquences pour la supervision ? L'exemple de la Volcker *Rule* pour les activités de *proprietary trading*

Goldman Sachs a annoncé la fermeture de Global Macro Proprietary Trading ainsi que d'une entité plus importante, Principal Strategies ; le groupe devrait conserver le Special Situations Group, un groupe qui n'est pas engagé dans le *trading* mais dans des prêts. Morgan Stanley prévoit la conversion en 2011 de sa plus grande unité de *proprietary trading* (Process Driven Trading) en société de conseil indépendante et devrait transformer Equity Trading Lab en « *electronic client-trading unit* ». Les activités de *proprietary trading* de JP Morgan devraient désormais être logées au sein de JP Morgan Asset Management. D'autres banques ont aussi réduit leurs équipes (Bank of America Merrill Lynch, par exemple, aurait réduit d'environ un tiers ses activités). Lorsqu'ils ne sont pas relogés dans les entités de gestion de la banque, les *traders* pour compte propre ont souvent rejoint des *hedge funds*, des fonds de *private equity* ou ont créé leur propre structure d'investissement, parfois en Asie *(Sources : Financial News, Financial Times)*.

SYNTHESE

La structure des marchés financiers continue de changer rapidement, sous l'effet conjugué des réformes réglementaires, du développement de nouveaux acteurs et d'opportunités nouvelles, ainsi que de l'expansion des nouvelles technologies de négociation.

***Sur les marchés actions**, les tendances identifiées depuis quelques années se confirment, qu'il s'agisse de la **fragmentation** de la liquidité ou du rôle croissant du trading haute fréquence. En dépit des bénéfices potentiels sur les coûts de transaction, ces évolutions peuvent engendrer des **risques** opérationnels et des difficultés pour mettre en œuvre la surveillance et garantir l'intégrité des marchés. Plus fondamentalement, elles peuvent progressivement **entamer la confiance des investisseurs** de long terme dans le fonctionnement des marchés boursiers et conduire à une réduction de leur participation. Comme l'ont montré les événements du 6 mai 2010 aux États-Unis, ces changements structurels sont de nature à avoir des implications en termes de stabilité financière. Par ailleurs, le processus de consolidation des bourses et les pressions concurrentielles, ainsi que la concentration de la liquidité sur les plus grandes valeurs, conduisent à s'interroger sur la capacité des marchés à financer les petits émetteurs.*

***Concernant les marchés dérivés de gré à gré**, la crise financière a permis d'initier une série de réformes encouragées et/ou imposées par les régulateurs qui commencent à porter leurs fruits, que ce soit en termes de réduction des risques ou de meilleure information sur le marché. Comme pour les marchés actions, il s'agit de trouver un équilibre entre transparence et liquidité, entre solidité du système et coûts éventuellement accrus pour les participants, **sans renoncer aux objectifs affichés par le G-20**. Les changements sur ces marchés se traduisent par ailleurs par un rôle renforcé pour les chambres de compensation, ce qui peut créer certains risques nouveaux. Ces risques paraissent cependant pouvoir être maîtrisés et sont à mettre au regard des bénéfices pour la robustesse du système offerts par les CCP.*

*Enfin, les évolutions des marchés sont étroitement liées aux **changements qui affectent l'intermédiation financière** : niveau de la concurrence, différences de rentabilité par segment d'activité et réorientations stratégiques. Il s'agira avant tout, dans ce contexte, d'évaluer l'impact à moyen terme de la réforme du cadre réglementaire et prudentiel imposé aux banques sur leur **prise de risque**, leur **profitabilité**, la **qualité** et le **coût des services d'investissement** qu'elles fournissent.*

EPARGNE DES MENAGES

1. Le caractère binaire du portefeuille des ménages se renforce de façon significative ..... p. 52

2. Le poids de la gestion collective s'est encore réduit en 2010 ..... p. 59

3. La détention globale d'actions demeure quasiment inchangée par rapport à 2009 ..... p. 60

4. Le développement d'une offre de produits complexes et risqués auprès du grand public ..... p. 61

5. Le patrimoine des ménages demeure majoritairement constitué d'actifs très peu risqués ..... p. 63

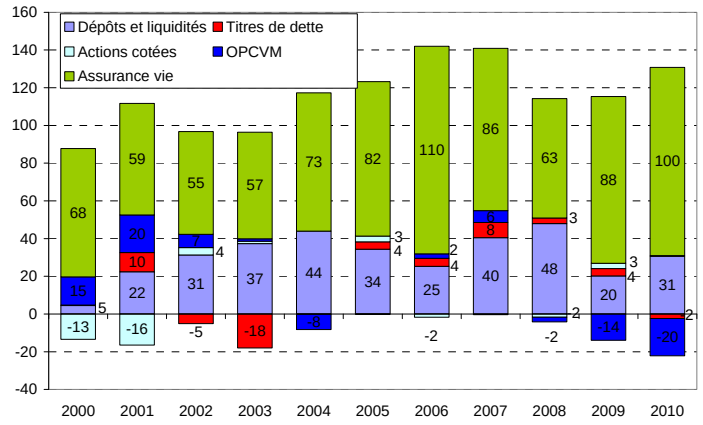
SYNTHESE ..... p. 65

1. LE CARACTERE BINAIRE DU PORTEFEUILLE DES MENAGES SE RENFORCE DE FAÇON SIGNIFICATIVE

Les flux de placement et les patrimoines se concentrent autour de l'assurance vie et des dépôts bancaires

A fin septembre 2010, les flux de placements financiers des ménages français ont atteint 109 milliards d'euros, en légère hausse par rapport à l'année précédente (101,4 milliards d'euros, Graphique 53). Parmi les grandes catégories d'actifs financiers accessibles aux ménages, seules deux d'entre elles expliquent cette hausse : les dépôts bancaires d'une part, et les contrats d'assurance vie d'autre part, les ménages ayant globalement procédé à des cessions nettes pour les autres produits financiers, en particulier les titres d'OPCVM et, dans une moindre mesure, les titres de dette détenus de façon directe. Cet attrait significatif pour les placements sûrs et plus ou moins liquides reflète, comme les deux années précédentes, les nombreuses incertitudes autour de l'environnement financier et des perspectives économiques (cf. aussi Encadré 8 sur les visites mystères réalisées par l'AMF).

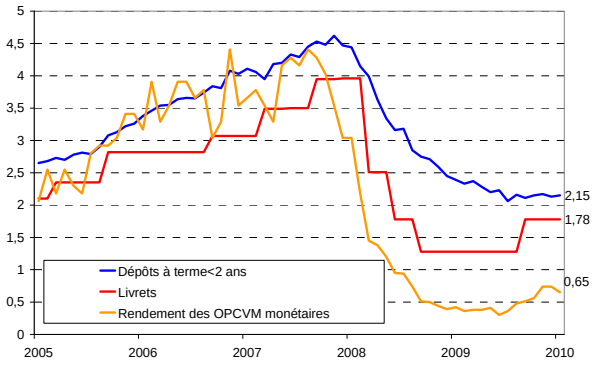
Graphique 53 : Placements financiers des ménages en France
(flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Malgré l'absence d'une réelle remontée des taux d'intérêt à court terme, les flux de placements des ménages à destination des dépôts bancaires ont rebondi en 2010, atteignant 30,6 milliards d'euros après 20,2 milliards à fin 2009 (Graphique 55), traduisant l'aversion au risque toujours marquée des investisseurs individuels et leur volonté de maintenir, voire d'accroître leur épargne de précaution du fait des incertitudes entourant l'éventualité d'une sortie de la crise financière et économique. En outre, la rémunération des placements bancaires à court terme, quoique très faible, se révèle cependant supérieure à celle d'autres placements de maturité équivalente (titres d'OPCVM monétaires par exemple).

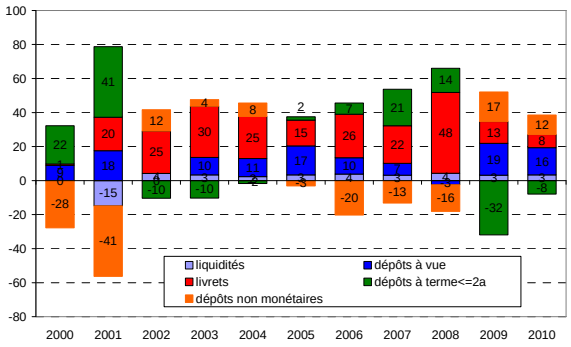
Graphique 54 : Taux d'intérêt bancaires à court terme (*) *(en %)*



Source : Banque de France

(*) Les taux d'intérêt des livrets et des dépôts à terme de maturité inférieure ou égale à deux ans sont des taux apparents calculés en rapportant les flux d'intérêts courus des mois sous revue à la moyenne mensuelle des encours correspondants. Ils correspondent à la moyenne des conditions pratiquées par les établissements de crédit français sur les dépôts des sociétés et des ménages résidents. Le rendement des OPCVM monétaires est calculé sur la base des rendements mensuels d'OPCVM de trésorerie régulière (source : Fininfo).

Graphique 55 : Flux de placements à destination des dépôts bancaires *(flux cumulés sur 4 trimestres, en milliards d'euros)*

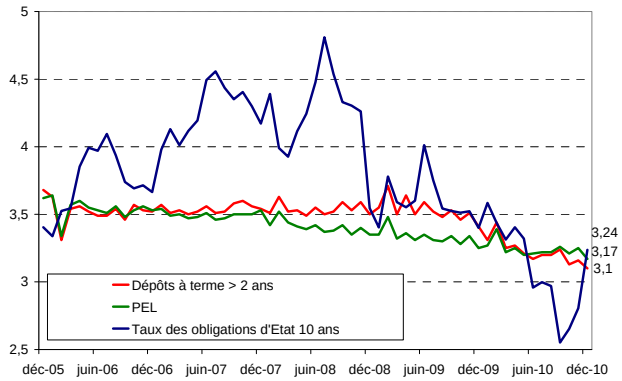


Source : Banque de France

Par conséquent, la part des dépôts bancaires dans le total des flux de placements des ménages s'est sensiblement redressée, s'établissant à 28,2% en 2010 contre 20% fin 2009.

Ce rebond doit cependant être nuancé, dans la mesure où il résulte pour l'essentiel de moindres retraits observés sur les dépôts à terme de maturité inférieure ou égale à deux ans (-8 milliards d'euros au lieu de -32 milliards d'euros en fin d'année précédente). Bien que positive, la collecte nette sur les autres catégories de dépôts s'est en effet atténuée, tant pour ce qui concerne les comptes sur livrets (7,7 milliards d'euros après 12,8 milliards) que les dépôts à vue (16 milliards d'euros après 18,8 milliards). A l'inverse, les flux à destination des PEL se sont assez nettement renforcés (9,3 milliards d'euros après 5,1 milliards), traduisant l'attrait des investisseurs particuliers pour ce type de placement, en raison d'une rémunération relative somme toute avantageuse, surtout jusqu'en septembre 2010, avant la remontée des taux d'intérêt à long terme des obligations d'Etat.

Graphique 56 : Taux d'intérêt bancaires à long terme comparés à ceux des obligations d'Etat (*) *(en %)*



Source : Banque de France

(*) Les taux d'intérêt des dépôts à terme de maturité supérieure à deux ans et des PEL sont des taux apparents calculés en rapportant les flux d'intérêts courus des mois sous revue à la moyenne mensuelle des encours correspondants. Ils correspondent à la moyenne des conditions pratiquées par les établissements de crédit français sur les dépôts des sociétés et des ménages résidents.

La progression des placements bancaires pourrait se poursuivre

Cette tendance à la hausse des placements bancaires au sein des portefeuilles des ménages pourrait se prolonger et s'amplifier au cours des mois à venir, du fait de la conjonction de deux éléments d'origine différente :

- la rémunération de certains dépôts bancaires devrait s'inscrire en hausse en 2011. Le taux du livret A – et, partant, celui des différents produits d'épargne réglementés – a ainsi déjà été relevé en janvier 2011. Par ailleurs, la réforme prévue du PEL – qui consisterait en la mise en place d'une rémunération révisable chaque année en fonction des taux du marché, sans toutefois pouvoir descendre en-dessous d'un plancher fixé à 2,5% – devrait elle aussi encourager les ménages à amplifier leurs placements en dépôts bancaires. Enfin la probabilité d'une hausse des taux directeurs par la BCE s'accroît avec les signes de reprise de l'inflation et la disparition progressive du risque de liquidité pour les banques ;

- en raison de l'alourdissement des contraintes imposées par Bâle III en matière d'exigences en capital et en liquidités, les banques elles-mêmes pourraient être fortement incitées à se lancer dans une « course aux dépôts » afin d'accroître les ressources figurant à leurs bilans. Surtout, les nouvelles règles édictées par Bâle III encouragent les banques à allonger la maturité de leurs financements et à diminuer leur dépendance au marché, notamment via l'instauration d'un ratio de liquidité à 30 jours qui pénalise en particulier l'émission de certificats de dépôts. Ceci pourrait favoriser une recomposition des passifs bancaires au profit des dépôts de la clientèle particulière, considérés comme des ressources stables, et avoir également des conséquences sur les autres placements à court terme en particulier les OPCVM monétaires (cf. chapitre 4 sur la gestion d'actifs).

Ces éléments pourraient par conséquent contribuer à accroître le niveau déjà très élevé de placements liquides au sein des portefeuilles des ménages.

Encadré 8 : Les principaux enseignements des visites mystères conduites par l'AMF : une certaine frilosité des chargés de clientèle et un fort impact de l'enveloppe fiscale

Dans le cadre de son plan stratégique publié en juin 2009, l'AMF avait fixé, parmi ses axes principaux d'action, le renforcement de la protection de l'épargne et de la confiance des actionnaires individuels. Plus concrètement, le régulateur avait affiché sa volonté de mieux contrôler la chaîne de commercialisation des produits financiers, notamment en ayant recours aux « visites mystères ». L'objectif de cette démarche novatrice était de permettre à l'AMF d'apprécier la qualité du conseil fourni lors de la commercialisation des instruments financiers et de détecter les éventuels risques de commercialisation inadaptée.

Deux premières campagnes de visites mystères ont été menées dans les principaux réseaux bancaires, sur la base de deux scénarios ou profils de risque différents : dans le cas de la première vague, il s'agissait de tester les chargés de clientèle sur un profil de risque « prudent », c'est-à-dire un investisseur moyen qui privilégie avant tout la sécurité du placement plutôt que sa rentabilité. A l'inverse, dans le cas de la deuxième vague de visites mystères, le scénario retenu était celui d'un investisseur disposant d'un profil moins averse au risque.

Plusieurs constats peuvent être tirés de ces deux campagnes de visites mystères, ainsi que des échanges ultérieurs ayant eu lieu entre l'AMF et les banques. Ils permettent d'éclairer différemment les grandes tendances observées en ce qui concerne l'épargne des ménages :

- quel que soit le profil de risque, les chargés de clientèle proposent dans une majorité de cas des contrats d'assurance vie aux clients. Les autres placements envisageables dans le cas d'un investisseur au profil dynamique, comme le PEA par exemple, ne sont proposés que par une minorité de chargés de clientèle, même lorsque l'investisseur recherche des placements plus risqués. Autrement dit, la prudence excessive des investisseurs individuels n'est pas la seule raison

expliquant le niveau élevé de liquidité et la faible rentabilité de leur portefeuille. Elle trouve en effet aussi un écho favorable auprès des chargés de clientèle des grands réseaux bancaires qui semblent également faire preuve d'une relative frilosité face au risque ;

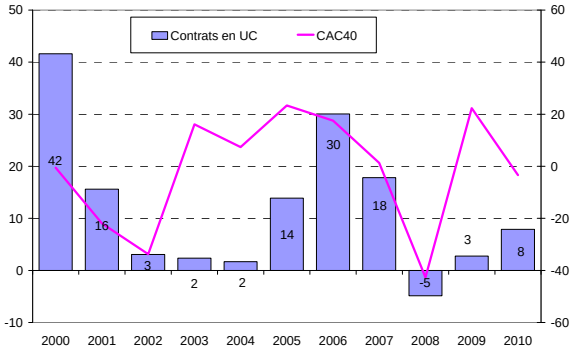
- en corollaire du point précédent, les caractéristiques fiscales des produits financiers occupent une place prépondérante lors de l'entretien entre le chargé de clientèle et le client, occultant bien souvent le contenu et le fonctionnement desdits produits. C'est en particulier le cas des contrats d'assurance vie, et en particulier ceux en unités de compte, dont les avantages fiscaux apparaissent très attractifs aux yeux des investisseurs particuliers, sans que ces derniers ne s'interrogent réellement sur le contenu stricto sensu de ces supports ;

- enfin, on note que des produits comme les ETF ne sont quasiment pas vendus dans les réseaux bancaires à la clientèle particulière et que les chargés de clientèle ne sont pas en mesure de répondre aux questions sur ce type de produits.

Près de 100 milliards d'euros pour l'assurance vie mais décollecte sur les titres d'OPCVM

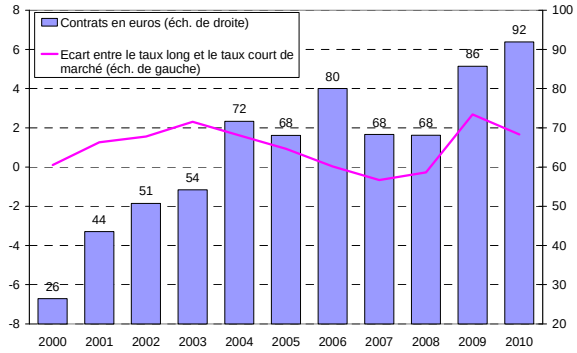
Les flux de placements des ménages en direction de l'assurance vie se sont inscrits en hausse en 2010, renouant avec les niveaux observés avant la crise financière. Tous supports confondus, la collecte nette a atteint quasiment 100 milliards d'euros à fin septembre 2010, après 88,4 milliards l'année précédente, soit environ 76% du total des investissements financiers des ménages. Les flux de souscriptions nettes de contrats d'assurance vie en unités de compte se sont renforcés en 2010 par rapport à l'année précédente, atteignant ainsi quasiment 8 milliards d'euros au lieu de 2,8 milliards. Il n'en demeure pas moins que les flux de placements à destination de l'assurance vie se dirigent très majoritairement vers les contrats en euros, et s'inscrivent en hausse par rapport à 2009 (presque 92 milliards fin 2010, après 85,7 milliards l'année précédente), et ce alors même que l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et l'Euribor 3 mois a diminué tout au long de l'année.

Graphique 57 : Flux de placements annuels à destination des contrats en unités de compte en 2010
(en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, FFSA et Thomson Reuters

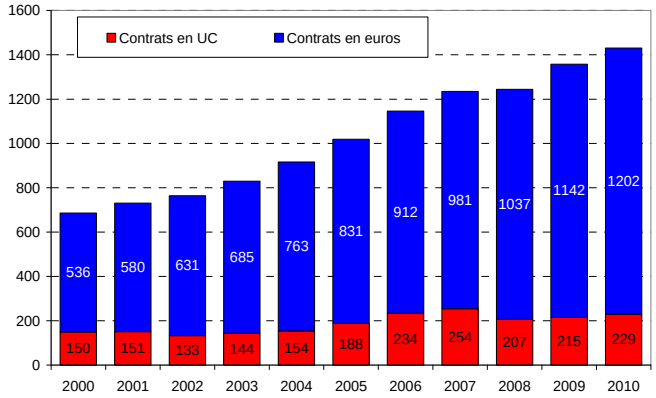
Graphique 58 : Flux de placements annuels à destination des contrats en euros en 2010
(en milliards d'euros)



Sources : Banque de France, FFSA et Thomson Reuters

Au total, l'encours des placements en contrats d'assurance vie (tous supports confondus) s'est établi à 1 431 milliards d'euros en 2010, après 1 358 milliards en 2009. Les contrats en euros représentent près de 84% de ce total.

Graphique 59 : Encours respectifs des supports en euros et en unités de compte en 2010 *(en milliards d'euros)*



Source : Banque de France

Le dynamisme de l'assurance vie observé jusqu'en fin d'année 2010 doit cependant être nuancé au regard des premières statistiques disponibles pour début 2011, lesquelles font état d'une baisse marquée de la collecte nette de contrats au cours des quatre premiers mois de l'année.

S'agissant des placements à destination de la gestion collective (hors unités de comptes des contrats d'assurance vie), le mouvement massif de cessions nettes de titres d'OPCVM s'est poursuivi et amplifié en 2010, atteignant quasiment 20 milliards d'euros toutes catégories de fonds confondues, contre une décollecte de 14 milliards d'euros en 2009. Comme l'année précédente, les OPCVM monétaires expliquent en grande partie cette désaffection, en raison de rendements offerts particulièrement faibles, notamment relativement à d'autres actifs financiers similaires du point de vue de la liquidité et de la maturité (Graphique 54). Cependant, à la différence de 2009, les sorties concernent cette année quasiment toutes les catégories d'OPCVM, quoique dans des proportions diverses. La plus forte décollecte concerne les fonds garantis et à formule (-3,3 milliards d'euros), suivie des fonds actions (-1,0 milliard), obligataires (-0,6 milliard) et diversifiés et alternatifs (-0,4 milliard). Seuls les OPCVM « autres », qui incluent notamment les FCPE, les FCPI et les SCPI, ont fait l'objet d'achats nets de parts, pour un montant total de 5,7 milliards d'euros, en légère hausse par rapport à l'année précédente (5,3 milliards).

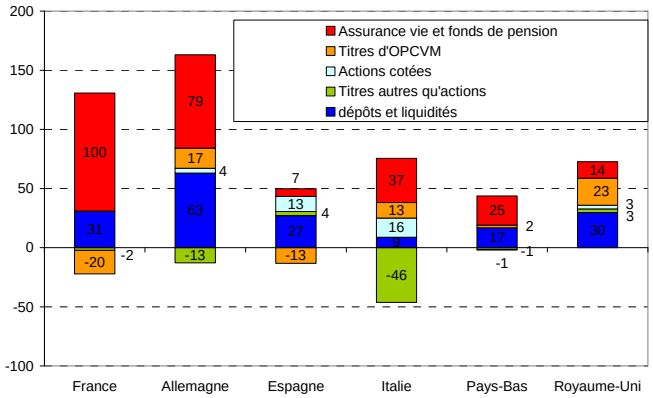
Les titres de dette détenus en direct ont connu des évolutions similaires. Les cessions nettes de titres de créance opérées par les ménages se sont établies à – 2,4 milliards d'euros en 2010, rompant ainsi avec l'embellie observée en 2009 à la faveur du lancement de plusieurs grands emprunts obligataires accessibles aux particuliers[37]. Quant aux actions cotées, même si elles ont échappé à ce mouvement global de décollecte, elles n'ont fait l'objet que de très faibles achats des ménages (0,3 milliard d'euros, après 0,5 en 2009).

Des évolutions plus variées dans le reste de l'Europe

La comparaison des flux de placements des ménages français avec ceux observés dans les principaux pays européens semble suggérer une certaine hétérogénéité des comportements d'épargne selon les pays, qui n'apparaissait pas aussi prononcée les années précédentes.

[37] Depuis 2009, six PME cotées à la Bourse de Paris ont sollicité l'épargne des particuliers. Si les montants en jeu sont faibles, l'AMF a alerté à plusieurs reprises sur les risques spécifiques de ce type d'émission.

Graphique 60 : Flux de placements financiers annuels des ménages dans les principaux pays européens en 2010
(flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)



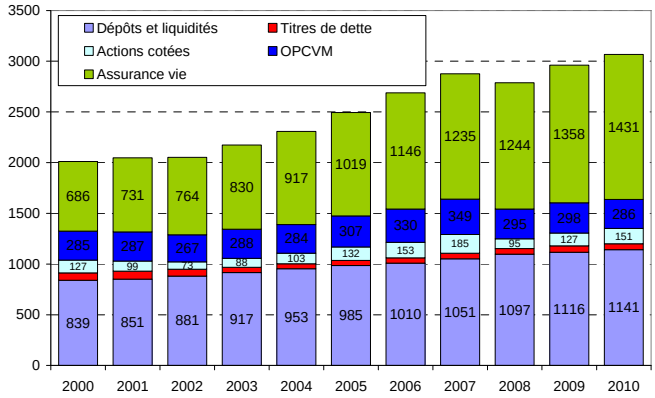
Sources : Banques centrales nationales, offices nationaux des statistiques et OCDE pour les Pays-Bas

En France, les placements financiers sont nettement moins diversifiés que dans les autres pays, – exception faite des Pays-Bas –, puisqu'ils se répartissent quasi exclusivement entre dépôts bancaires et contrats d'assurance vie en euro (respectivement 23,4% et 73,3% des flux de placements positifs). Inversement, en Espagne par exemple, la collecte nette concerne les dépôts, les titres d'OPCVM, les actions cotées, les titres de dette et l'assurance vie, même si l'ampleur de la collecte varie beaucoup d'un placement à l'autre. C'est également le cas en Italie et dans une moindre mesure au Royaume-Uni.

Un patrimoine financier qui atteint 3 000 milliards d'euros

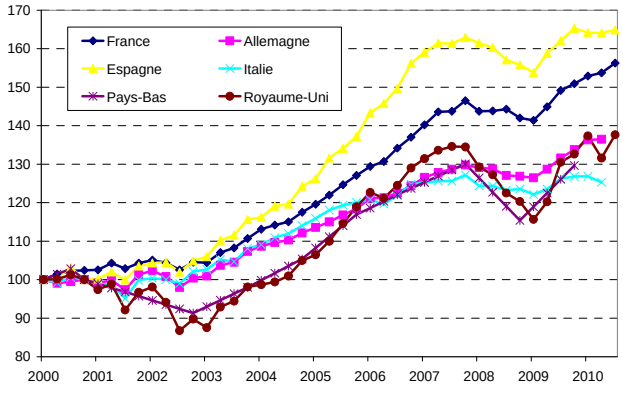
En 2010, l'encours global des placements financiers composant le patrimoine des ménages (hors actions non cotées) s'est établi à 3 068 milliards d'euros, contre 2 962 milliards l'année précédente, soit une hausse de 3,6% (Graphique 61). Le poids des placements d'épargne bancaire s'est établi à 37,2%, en très léger recul par rapport à 2009, tandis que celui des contrats d'assurance vie s'est inscrit en hausse (46,6% contre 45,8% en 2009). De leur côté, les titres d'OPCVM ont vu leur poids tomber sous la barre des 10% du total des encours, pour la première fois depuis que ces statistiques sont disponibles (décembre 1997), en s'établissant à 9,3% du patrimoine financier des ménages. Dans une perspective à moyen terme, le patrimoine financier des ménages français a progressé de 56% depuis 2000, une croissance se situant juste derrière celle de l'Espagne (+65%), et devant celle des autres pays (Graphique 62).

Graphique 61 : Patrimoine financier des ménages français
(encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 62 : Evolution du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens *(mars 2000=base 100)*

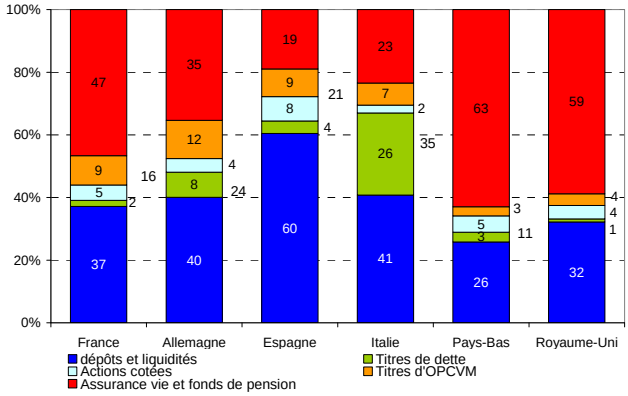


Sources : Banques centrales nationales, offices nationaux des statistiques et OCDE pour les Pays-Bas

Hausse de la part de l'épargne de précaution dans la plupart des pays européens

La comparaison par pays de la structure du patrimoine financier des ménages (Graphique 63) révèle que, dans une certaine mesure, l'opposition traditionnelle fondée sur le poids plus ou moins important des dépôts bancaires au sein des patrimoines financiers s'est légèrement atténuée au profit d'une différenciation reposant davantage sur la part des placements en assurance-vie et fonds de pension et sur le degré de diversification des placements financiers. La crise financière a vraisemblablement contribué à accroître, dans les différents pays, la part du patrimoine consacrée à l'épargne de précaution, ce qui s'est traduit par une relative homogénéisation (toutes proportions gardées) du poids des dépôts bancaires. Inversement, on observe d'importantes différences entre pays en ce qui concerne la fraction du patrimoine dédiée aux placements en assurance vie et fonds de pension, puisqu'elle varie de 19% pour les ménages espagnols, à 63% pour leurs homologues néerlandais.

Graphique 63 : Structure du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens à fin septembre 2010 (*) *(en %)*



Sources : Banques centrales nationales, offices nationaux des statistiques et OCDE pour les Pays-Bas
(*) Chiffres à fin 2009 pour les Pays-Bas

En outre, l'opposition entre pays repose également sur le degré de diversification du patrimoine financier, et permet ainsi de distinguer deux grands groupes de pays : d'un côté la France, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, où les ménages consacrent une part relativement faible aux actifs financiers autres que les dépôts et l'assurance vie (respectivement 16%, 9% et 11%) ; de l'autre, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne, où le poids de ces placements est nettement plus élevé (entre 24% et 35%).

Encadré 9 : L'évaluation des questionnaires MIF : principales conclusions de l'étude menée par une équipe de chercheurs à la demande de l'AMF

Trois ans après l'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), il s'agissait de faire évaluer la pertinence des questionnaires mis en place par les établissements financiers au profit de la clientèle particulière. L'objectif était de déterminer si ces questionnaires facilitaient la fourniture d'un conseil financier adapté, en établissant un diagnostic suffisamment précis des connaissances et de l'expérience du client en matière d'investissement, de sa situation financière et de ses objectifs. Il s'agissait également de déterminer si les questionnaires appréhendaient convenablement son profil de risque. Les problématiques analysées dans le cadre de ce rapport complètent utilement celles soulevées par les « visites mystères » menées par la DREP auprès des conseillers clientèle des établissements bancaires.

L'étude a été réalisée à partir d'une quinzaine de questionnaires, fournis sur une base volontaire par dix intermédiaires financiers reflétant la diversité des intervenants sur le marché français. Ces questionnaires ont ensuite été testés par 1 544 investisseurs particuliers, issus essentiellement d'un panel de TNS Sofres. En dépit d'efforts réels entrepris par les intermédiaires financiers pour tenter d'évaluer correctement le profil de risque de leurs clients, et, partant, de leur fournir un conseil en investissement adapté, l'étude pointe un certain nombre de failles dans les questionnaires testés et en déduit des pistes d'amélioration :

- La classification des investisseurs en fonction de leur profil de risque demeure largement basée sur des jugements subjectifs, plutôt que sur des résultats quantifiés. Or, pour servir de base à un conseil en investissement de qualité, l'évaluation des préférences en matière de risque doit reposer sur

des mesures quantitatives, non seulement de la tolérance au risque, mais également de la tolérance aux pertes et de la tendance à surestimer ou sous-estimer la probabilité d'occurrence d'événements extrêmes ;

- Certaines avancées de la finance comportementale et de l'économie expérimentale, qui permettent d'expliquer les comportements des investisseurs non professionnels et leur attitude face au risque, pourraient être utilisées dans l'élaboration des questionnaires. Certains biais observés, et bien documentés par la littérature académique en situation d'incertitude, seraient ainsi mieux pris en compte. A cet égard, les questionnaires pourraient davantage tenir compte de l'influence excessive de la conjoncture sur les réponses des clients : cette influence se manifeste par un excès d'optimisme ou de pessimisme selon que l'environnement économique et financier est globalement bien ou mal orienté ;

- Le client est généralement questionné pour apprécier, lui-même, ses compétences en matière d'investissement. Or, une telle auto-évaluation, par définition subjective, peut difficilement conduire à un conseil opérationnel et utile pour le client. Par conséquent, il est également opportun d'évaluer objectivement son expérience, en l'interrogeant sur les décisions d'investissement effectivement prises et sur leur durée ;

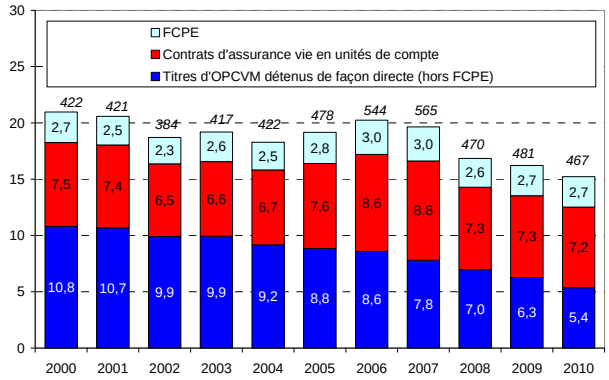
- Seule une minorité de questionnaires aborde les caractéristiques personnelles du client et très souvent de manière facultative. Or, des éléments tels que l'âge du répondant, sa situation matrimoniale et professionnelle, son niveau d'éducation ou encore l'âge envisagé pour son départ à la retraite sont fortement corrélés avec les objectifs et l'horizon de placement. De même, une analyse qualitative de ses sources de revenus, de ses engagements financiers et dettes en cours devrait être effectuée plus systématiquement. La bonne mesure du profil de risque dépend de l'appréciation de l'ensemble de ces paramètres.

2. LE POIDS DE LA GESTION COLLECTIVE S'EST ENCORE REDUIT EN 2010

La place de la gestion collective au sein des patrimoines financiers des investisseurs individuels s'amenuise

Le poids des placements relevant de la gestion collective dans le patrimoine financier des ménages a enregistré une nouvelle baisse en 2010, imputable pour l'essentiel à la désaffection grandissante des investisseurs individuels pour les titres d'OPCVM détenus de façon directe, désaffection qui n'a pu être compensée par l'amélioration –relative– observée sur le front des contrats d'assurance vie en unités de compte et la bonne tenue des FCPE. Au total, le poids de ces trois types de placements (FCPE, OPCVM en direct et contrats en unités de compte) dans le patrimoine financier total des ménages s'est établi à 15,2% fin 2010, contre 16,2% un an auparavant (Graphique 64).

Graphique 64 : Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans le patrimoine financier total des ménages
(poids en % – encours annuel des placements relevant de la gestion collective mentionné au-dessus de chaque barre, en milliards d'euros)



Sources : Banque de France et AFG

Alors que les poids respectifs des contrats d'assurance vie en unités de compte et des FCPE sont quasiment identiques à ceux observés au début des années 2000 (respectivement aux alentours de 7,5% et 2,7%), la part des titres d'OPCVM en direct dans le patrimoine financier total des ménages a quant à elle été divisée par deux, passant de 10,8% du total des encours détenus par les investisseurs individuels en 2000, à seulement 5,4% en 2010.

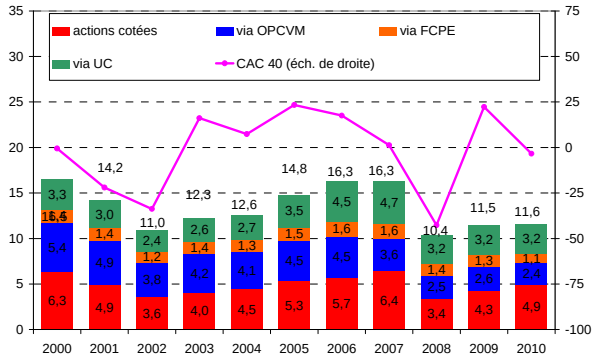
Cette tendance ne devrait pas s'inverser *a priori* à moyen terme, en particulier pour des raisons fiscales. En effet, à compter de l'année 2011, les gains réalisés sur les titres d'OPCVM, les actions et les obligations sont désormais taxés dès le premier euro de plus-value. Jusqu'à cette date, les particuliers pouvaient échapper à l'impôt forfaitaire sur les plus-values à condition de ne pas dépasser un certain montant de vente (25 830 euros). Désormais cet avantage disparaît, soumettant ainsi les titres détenus en direct non seulement aux prélèvements sociaux, mais aussi à l'imposition sur les gains, celle-ci s'élevant à 19% en 2011.

3. LA DETENTION GLOBALE D'ACTIONS DEMEURE QUASIMENT INCHANGEE PAR RAPPORT A 2009

Un peu moins de 12 % du patrimoine financier des ménages

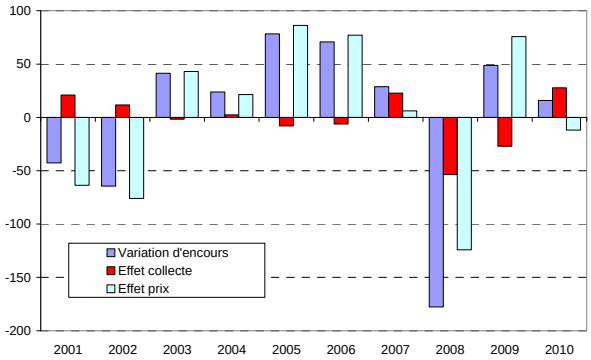
Dans un contexte marqué par des performances boursières faiblement négatives et un niveau d'incertitude encore élevé, les ménages n'ont quasiment pas modifié la part de leur patrimoine financier consacrée aux placements à fort contenu en actions. Tous canaux de placements confondus (actions détenues en direct, *via* les FCPE, les OPCVM ou encore les supports d'assurance vie en unités de compte), le poids des actions dans le patrimoine financier global des ménages s'est établi en 2010 à 11,6% après 11,5% en 2009.

Graphique 65 : Part des actions détenues de façon directe et indirecte dans le patrimoine financier des ménages français, ventilée par type de support (*) *(poids et variation annuelle du CAC 40 en %)*



Sources : Banque de France, AMF et Thomson Reuters
(*) Le chiffre au dessus de chaque barre représente le poids total des actions dans le patrimoine financier, tous supports confondus

Graphique 66 : Décomposition de la variation d'encours d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des supports d'investissement *(en milliards d'euros)*



Source : AMF

Au total, le stock d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des canaux d'investissement s'est établi à 355 milliards d'euros en 2010, contre 340 milliards en fin d'année précédente. La décomposition de la variation annuelle de ce stock – estimée à partir de la variation annuelle de l'indice CAC 40 – révèle que le flux global de collecte, déjà peu important, a été de surcroît atténué par un effet prix légèrement négatif (Graphique 66).

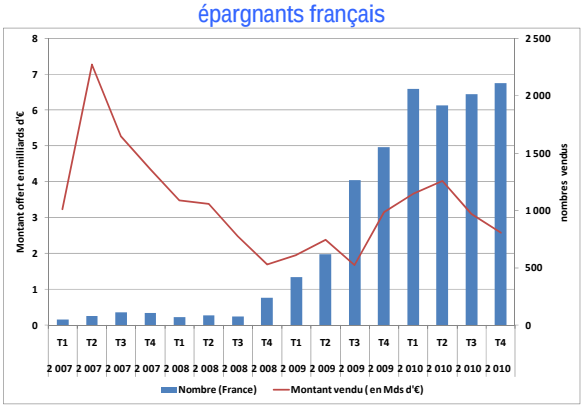
4. LE DEVELOPPEMENT D'UNE OFFRE DE PRODUITS COMPLEXES ET RISQUES AUPRES DU GRAND PUBLIC

Des montants encore peu élevés mais une offre en progression rapide

Bien que la très grande majorité des flux de placement des ménages se destinent à des supports d'épargne simples et peu risqués, on a assisté récemment au développement d'une offre de produits financiers plus complexes et, le cas échéant plus risqués, permettant de s'exposer à de nombreuses classes d'actifs à travers la mise en œuvre de stratégies elles-mêmes très variées. Le développement de ces produits, regroupés sous le vocable de « produits structurés », répond en partie à une recherche de rendement des investisseurs individuels, dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt de marché. On peut distinguer deux familles de produits. Les premiers, « packagés » le plus souvent sous la forme d'obligations (du type EMTN) ou de fonds à formule, combinent une exposition longue à un marché et des éléments de protection du capital investi, moyennant la constitution d'un portefeuille mêlant des instruments financiers au comptant et des produits dérivés. Leur profil de gain est prédéterminé contractuellement. Les seconds, beaucoup plus risqués, adoptent en général la forme de certificats et proposent une exposition (longue ou courte) à une classe d'actifs éventuellement démultipliée par la mise en œuvre d'effets de levier.

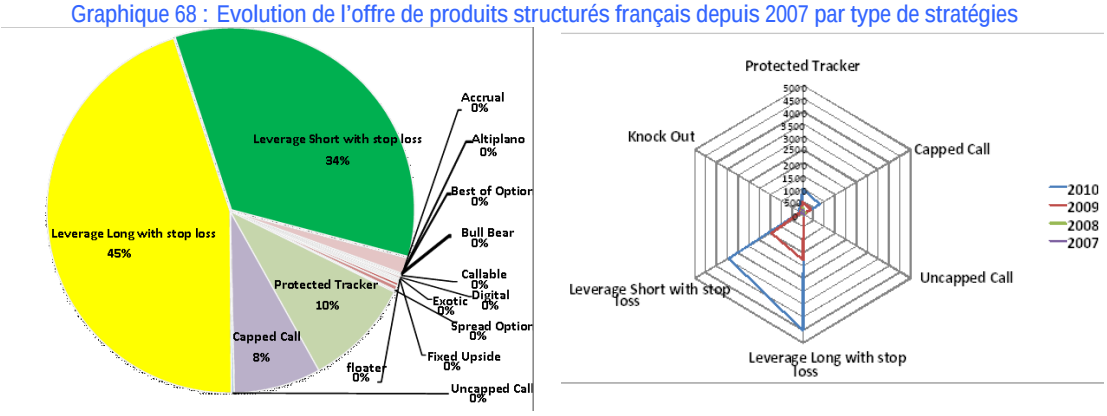
Le marché français des produits structurés apparaît de taille modeste au regard de l'ensemble des flux de placements des ménages. En 2010, tous supports confondus, les souscriptions brutes sont certes en progression mais leur montant n'a pas excédé 13 milliards d'euros (Graphique 67). L'élément remarquable est toutefois l'augmentation très rapide du nombre de produits présents sur les marchés. Ce mouvement traduit en partie la diffusion plus rapide des produits de type EMTN. Il semble cependant surtout résulter de la montée en puissance de certificats de stratégies d'investissement risquées et de très court terme, mettant en œuvre des effets de levier parfois importants ou assises sur des marchés très volatiles. En 2010, l'essentiel de l'offre se compose ainsi de stratégies de type « *leverage long* » ou « *leverage short* » (Graphique 68).

Graphique 67 : Nombre et montant de produits structurés offerts aux épargnants français



Source : Bloomberg, Retail structured Product

Graphique 68 : Evolution de l'offre de produits structurés français depuis 2007 par type de stratégies

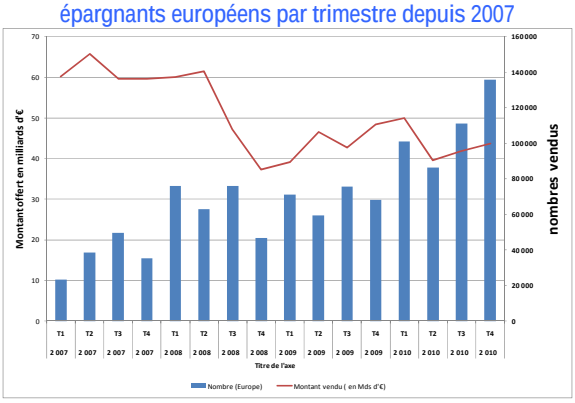


Sources : Bloomberg, Retail structured Product

Des marchés plus développés en Italie et en Allemagne

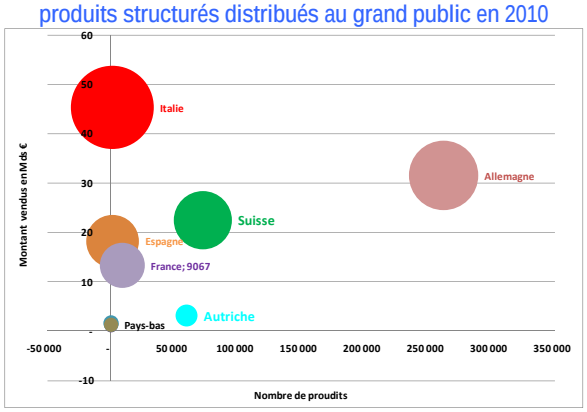
Au niveau européen, les volumes de souscriptions enregistrés en 2010 sont à peu près similaires à ceux de l'année précédente, de l'ordre de 174 milliards d'euros (Graphique 69). L'étendue de la diffusion varie fortement selon les pays, les différences reflétant l'hétérogénéité des circuits de collecte de l'épargne, des habitudes d'épargne, et de l'environnement réglementaire. L'Italie et l'Allemagne, où les produits structurés sont largement implantés, concentrent à eux deux environ 80 milliards d'euros de ventes, soit 46% du marché européen. Comme pour la France, le nombre de produits vendus aux particuliers est en progression rapide, traduisant la diffusion plus importante de produits à fort effet de levier. Les statistiques portant sur le seul mois de janvier 2011 montrent d'ailleurs que, sur les 660 nouveaux produits offerts en Europe, la très grande majorité sont des produits risqués de type certificats Turbo.

Graphique 69 : Nombre et montant de produits structurés vendus aux épargnants européens par trimestre depuis 2007



Source : Retailstructuredproduct

Graphique 70 : Cartographie du nombre et des montants de produits structurés distribués au grand public en 2010



Axe des ordonnées : montants vendus en 2010 – axe des abscisses : nombre de produits vendus. La taille des bulles est proportionnelle au montant. Source : RetailStructuredproduct

Des risques importants à la commercialisation en raison de la complexité des produits mis sur le marché...

Les produits structurés de type EMTN ou fonds à formule soulèvent des problématiques importantes de protection des investisseurs (degré d'information sur le fonctionnement du produit, les frais, etc.) et de concurrence sur le marché de l'épargne (*level playing field*). Leur complexité et, le cas échéant, l'opacité entourant leur mode de structuration et de tarification, empêchent les épargnants de bien appréhender le profil de rendement et les risques auxquels ils sont exposés. Cette situation est accentuée par l'hétérogénéité des règles de commercialisation auxquelles ces produits sont soumis. En France, le régulateur de marché (AMF) et le régulateur prudentiel (ACP) ont coordonné leur action pour rappeler aux professionnels leurs obligations en matière de commercialisation de produits complexes et alerter les investisseurs sur la complexité de ces produits. Ceci s'est traduit par une

position de l'AMF qui a précisé son interprétation des textes au sujet des conditions de commercialisation directe des instruments financiers complexes. Parallèlement, l'ACP a publié une recommandation portant sur la commercialisation de ces instruments financiers complexes, sous forme d'unités de compte, dans des contrats d'assurance sur la vie.

…et qui font parfois l'objet de publicité agressive

Les problématiques de protection des investisseurs sont exacerbées dans le cas des produits risqués de type certificat, de par leurs caractéristiques et leur modalité de distribution. La présence d'effets de levier et la nature extinctive des produits exposent l'épargnant à des pertes substantielles. Par ailleurs, ils sont souvent commercialisés en direct, notamment via des publicités agressives sur Internet, et échappent de ce fait au filtre que pourraient constituer les réseaux bancaires ou les conseillers financiers indépendants.

Le développement des CFD sur devises (*contract for difference*) illustre également une diffusion plus large, *via* des campagnes publicitaires agressives, d'instruments financiers très risqués. Ces produits posent par ailleurs d'autres problématiques, notamment en raison de leur nature juridique qui leur permet d'échapper à la réglementation afférente aux autres produits financiers. La surveillance de ces produits est par ailleurs rendue difficile car le marché des changes est un marché non régulé. L'Autorité des marchés financiers a ainsi publié en décembre 2010 un avertissement pour mettre en garde le public sur les risques que pouvait impliquer un investissement dans ce type de produit financier.

5. LE PATRIMOINE DES MENAGES DEMEURE MAJORITAIREMENT CONSTITUE D'ACTIFS TRES PEU RISQUES

Plus de 80 % du patrimoine des ménages en actifs liquides et/ou peu risqués

Le patrimoine financier des ménages comporte toujours peu d'actifs risqués, puisqu'en 2010, les placements les moins risqués et/ou les plus liquides, c'est-à-dire ceux de la catégorie 1 du tableau ci-dessous, représentent près de 81,4% de l'encours total de placements financiers des investisseurs individuels, en hausse de plus de 7 points de pourcentage par rapport à 2000. C'est d'ailleurs la seule classe de risque dont la part s'inscrit en hausse à moyen terme, puisque les catégories 2, 3 et 4 perdent entre 1,4 et 4,2 points par rapport à cette même date.

Tableau 1 : Définition des classes de risque et poids de chacune d'entre elles dans le patrimoine financier des ménages *(poids en % et écarts en points)*

Degré de risque	Composition	2000	2005	2009	2010	Ecart 2010/2000
Actifs de risque 1	Dépôts et liquidités, OPCVM monétaires (*), TCN détenus directement, contrats d'assurance vie en euros	74,2	77,9	81,7	81,4	+7,3
Actifs de risque 2	Obligations détenues directement, OPCVM obligataires (*), garantis et à formule (*)	7,1	6,3	5,5	5,4	-1,7
Actifs de risque 3	OPCVM actions, diversifiés et alternatifs (*)	10,9	9,1	7,0	6,8	-4,2
Actifs de risque 4	Actions cotées (**)	7,9	6,8	5,8	6,5	-1,4

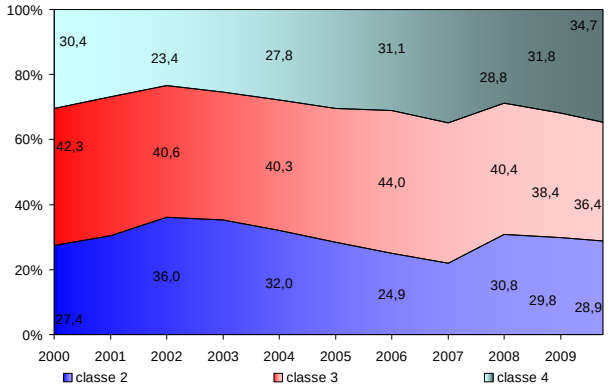
(*) via l'ensemble des canaux de distribution
(**) y compris celles détenues en direct dans le cadre de l'épargne salariale
Sources : AFG, AMF, Banque de France

En revanche, entre 2009 et 2010, on note une légère baisse du poids des actifs inclus dans les classes de risque 1, 2 et 3, avec pour contrepartie une hausse de ceux inclus dans la catégorie 4. Ce recul résulte pour l'essentiel de la forte décollecte observée sur la plupart

des catégories d'OPCVM disséminées dans les classes de risque 1, 2 et 3. Le vaste mouvement de cessions nettes de parts d'OPCVM monétaires explique ainsi en particulier le recul du poids des actifs relevant de la catégorie de risque 1.

Cette tendance se retrouve lorsqu'on restreint l'analyse aux seuls placements risqués inclus dans les catégories 2, 3 et 4 (Graphique 71). A court terme, les actifs des catégories 2 et 3 ont vu leur poids diminuer légèrement, passant respectivement de 29,8% et 38,4% en 2009 à 28,9% et 36,4% en 2010. Inversement, la part des actifs les plus risqués (actions cotées, catégorie 4) s'est assez nettement accrue en 2010, atteignant 34,7% au lieu de 31,8% l'année précédente. A moyen terme, seule la classe 3 (produits de taux essentiellement) s'est amoindrie au sein des actifs risqués détenus par les ménages sur 2000-2010. A l'inverse, les actions cotées ont vu leur poids augmenter assez sensiblement, et s'établir à un niveau jamais atteint tout au long de la décennie.

Graphique 71 : Evolution du poids des actifs risqués depuis 2000
(en % de l'encours total d'actifs risqués détenus par les ménages)



Sources : AFG, AMF, Banque de France

SYNTHESE

Dans la continuité des comportements observés au cours de l'année précédente, en 2010 les épargnants français ont continué de privilégier les actifs peu risqués, encouragés par le manque de visibilité au sujet des perspectives économiques et financières. Tandis qu'en 2009 les ménages s'étaient quelque peu détournés des produits d'épargne liquides proposés par les établissements bancaires en opérant des arbitrages au profit des contrats d'assurance vie en euros, en 2010 les dépôts bancaires semblent avoir retrouvé les faveurs des épargnants individuels, en dépit de taux d'intérêt encore bas.

Les contrats d'assurance vie continuent d'attirer la majeure partie de l'épargne des investisseurs individuels. Les placements se destinent essentiellement aux supports en euros, même si les supports en unités de compte ont connu une timide reprise en 2010. Ce plébiscite traduit certes avant tout la réticence des particuliers à se repositionner sur les marchés d'actions, mais semble également refléter le comportement excessivement prudent des conseillers en investissement et des chargés de clientèle bancaire, qui ont tendance à proposer de façon automatique ce type de produit, quel que soit le profil de risque du client individuel, comme le soulignent les conclusions issues des visites mystères conduites par la Direction des relations avec les épargnants de l'AMF.

Cette polarisation du portefeuille des ménages autour de l'assurance vie et des dépôts bancaires a pour corollaire une attrition marquée des autres placements. En particulier, les titres d'OPCVM ont fait l'objet d'une importante décollecte, largement imputable aux fonds monétaires, ces derniers ayant été pénalisés par la faiblesse de leurs rendements. En marge de ces mouvements, on a observé cependant le développement d'une offre de produits complexes et risqués, structurés majoritairement sous la forme de certificats, suggérant que certains investisseurs particuliers sont prêts à exposer une partie de leur portefeuille à un risque en capital important.

Au total, le patrimoine financier des ménages demeure majoritairement constitué d'actifs très peu risqués (81,4%). De leur côté, les placements à fort contenu en actions conservent un poids quasiment identique à celui observé en 2009 (11,6%), sous le double effet d'une collecte exsangue et de performances boursières légèrement négatives.

Au vu des comportements des ménages, deux grands types de risques peuvent être identifiés.

Le premier concerne ***l'insuffisante diversification du portefeuille des épargnants individuels****. En effet, plus encore que les années précédentes, le patrimoine financier des ménages s'articule en 2010 quasi exclusivement autour des dépôts bancaires et des supports en euros des contrats d''assurance vie, conduisant à une* ***insuffisance d'épargne longue investie en actions****. Cette situation peut perdurer à moyen terme, du fait, notamment, de la mise en place de* ***Bâle III*** *et de l'****incitation des banques à renforcer le poids des dépôts*** *au sein de leurs ressources.*

L'émergence de ***produits structurés risqués et facilement accessibles*** *au grand public, via une* ***commercialisation active*** *par téléphone, messagerie électronique ou internet, fait naître des* ***risques de mis-selling*** *et soulève donc des problématiques de* ***protection des investisseurs*** *et de* ***surveillance****. Celles-ci sont cependant rendues délicates par la multiplicité des produits offerts et des canaux de distribution, ainsi que par l'hétérogénéité des règles auxquelles ils sont soumis. Ce risque demeure toutefois marginal, compte tenu du caractère encore confidentiel de la distribution de ce type de produits. L'émergence d'une demande réelle pour ces placements observée dans d'autres pays européens incite toutefois à la vigilance.*

LA GESTION D'ACTIFS

1. Panorama d'ensemble : la réallocation des flux en direction des fonds de long terme s'accompagne d'une progression des encours gérés ..... p. 67

2. La montée en puissance de la gestion passive et son extension aux actifs obligataires et émergents ..... p. 68

3. Le *private equity* confronté à un repli des banques et des assurances ..... p. 71

4. Perspectives pour l'industrie des fonds monétaires ..... p. 73

SYNTHESE ..... p. 76

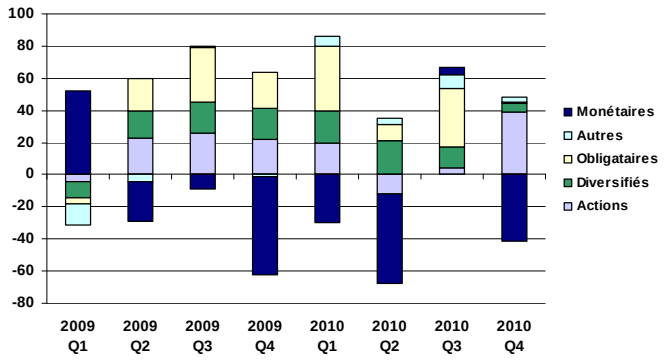
1. PANORAMA D'ENSEMBLE : LA REALLOCATION DES FLUX EN DIRECTION DES FONDS DE LONG TERME S'ACCOMPAGNE D'UNE PROGRESSION DES ENCOURS GERES

Les actifs sous gestion augmentent significativement au plan mondial et en Europe

L'année 2010 s'est soldée par une progression des encours gérés par les fonds de gestion collective au plan mondial, évalués par l'*Investment Company Institute* à 24,7 trillions de dollars (contre 22,9 trillions à la fin 2009). Comme en 2009, l'élément remarquable aura été la collecte abondante en direction des fonds de long terme (843 milliards de dollars) et la décollecte non moins massive des fonds monétaires (753 milliards de dollars), en écho aux politiques monétaires expansionnistes et à la faiblesse des taux d'intérêt à court terme qui en a découlé.

L'Europe a obéi à ce scénario d'ensemble d'augmentation des actifs gérés et de réallocation des flux de placement en faveur des véhicules de long terme. Les fonds coordonnés ont enregistré selon l'EFAMA une progression de 12,7% sur l'ensemble de l'année 2010 (à 5 989 milliards d'euros), profitant d'effets performances positifs et d'une collecte nette estimée à 166 milliards d'euros. En phase avec la stabilisation des marchés et la reprise progressive de la croissance dans la plupart des pays industrialisés, la collecte sur les fonds actions est redevenue positive, se montant à près de 52 milliards d'euros. En dépit des incertitudes entourant les dettes publiques dans la zone euro, la demande de fonds obligataires est apparue particulièrement soutenue (87 milliards d'euros).

Graphique 72 : Le marché européen des fonds coordonnés
(flux nets de souscriptions en milliards d'euros)

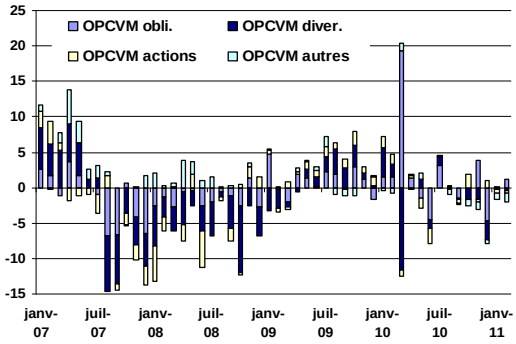


Source : Efama

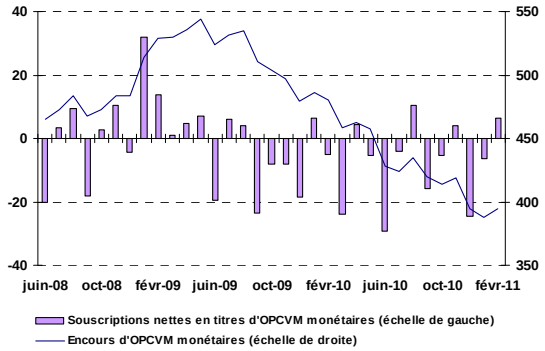
Un marché français atypique

Le marché français présente un profil assez différent du panorama d'ensemble européen. La très faible collecte sur les fonds de long terme (à peine 6,2 milliards d'euros) n'a pas compensé les larges sorties sur les fonds monétaires (88,2 milliards d'euros), opérées tant par les ménages que par les entreprises. En opposition avec la situation européenne, les investisseurs domestiques sont restés à l'écart des fonds actions et se sont même désengagés des fonds diversifiés, les cessions nettes se montant à près de 11 milliards d'euros. Seuls les fonds obligataires ont bénéficié de placements abondants, de l'ordre de 19 milliards d'euros. Au total, en dépit d'effets de performance positifs sur les fonds de long terme, l'encours global des actifs gérés a reculé en 2010 de 2,4%

Graphique 73 : Souscriptions nettes d'OPCVM non monétaires en France *(milliards d'euros)*



Graphique 74 : Souscriptions nettes d'OPCVM monétaires en France *(milliards d'euros)*



Source : Banque de France

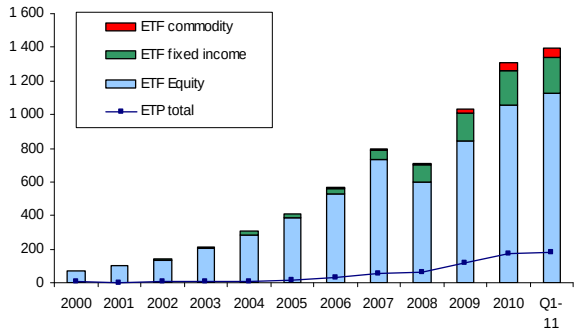
2. LA MONTEE EN PUISSANCE DE LA GESTION PASSIVE ET SON EXTENSION AUX ACTIFS OBLIGATAIRES ET EMERGENTS

Le marché mondial des ETF approche désormais les 1 500 milliards de dollars

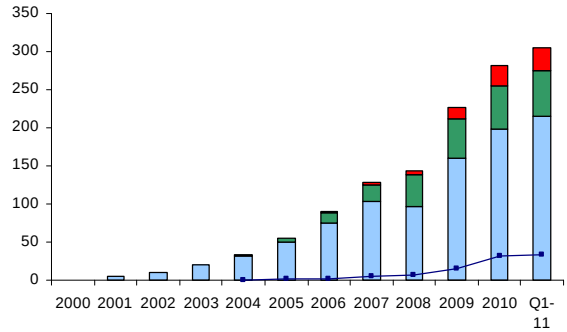
Dans le prolongement des tendances visibles depuis le milieu des années deux mille, les véhicules de gestion passive de type ETF (*exchange-traded funds*) et d'autres ETP (*exchange-traded products*) attirent des flux toujours plus abondants. Si le marché américain demeure de loin le plus important, la croissance du marché européen est vigoureuse et les actifs gérés atteignent désormais des tailles significatives, avec 308 milliards de dollars à fin mars 2011 pour les ETF, auxquels il faut ajouter 33 milliards de dollars pour les ETP.

Graphique 75 : Le marché des ETF et ETP *(en milliards de dollars)*

Monde



Europe



Source : Blackrock, ETF Landscape Q1-2011

L'offre de produits poursuit par ailleurs sa diversification et les investisseurs allouent, dans ce cadre, une part croissante de leurs capitaux à des classes d'actifs nouvelles. Sur un total de 169 milliards de dollars d'investissements nouveaux en 2010, 64 milliards se sont portés sur les marchés actions des pays industrialisés, contre 42 milliards pour les marchés actions des pays émergents, 37,7 milliards pour les marchés obligataires et 22,7 milliards pour les *commodities*. Cette allocation des flux d'investissement est le reflet des tendances macroéconomiques à l'œuvre au plan mondial, qui témoignent d'une recherche, sur des marchés en forte expansion, de rendement par les investisseurs. Outre l'expansion des classes d'actifs et marchés servant de référence aux ETF, le marché connaît une innovation rapide dans les stratégies proposées ; en outre, la nature indicielle des ETF ne suffit plus à

définir les ETF d'un point de vue réglementaire, certaines juridictions admettant désormais aussi à la cotation des fonds de gestion active ou même des ETF à « gestion coussin ».[38]

Des risques de plusieurs natures qui suscitent l'attention des régulateurs au niveau international

La nature hybride des ETF – celle de fonds négociés comme des actions – leur permet de combiner, en général à moindre coût, la flexibilité de la négociation en continu sur un marché secondaire boursier aux bénéfices des OPCVM indiciels (diversification, etc.). Cette nature hybride et le rythme accéléré de l'innovation dont ils font l'objet, leur vaut cependant de cumuler un certain nombre de risques qui, bien que rarement spécifiques aux seuls ETF, interpellent le régulateur de marché. Ces risques sont de plusieurs ordres :

- Des risques de perception erronée du rendement offert aux porteurs par une nouvelle génération d'ETF complexes. Ces risques on trait à la nature de la performance, lorsque l'ETF s'expose à des marchés peu liquides ou difficiles d'accès, ou lorsque les stratégies d'investissement sont complexes (à effet de levier ou inverses, notamment). Les difficultés de compréhension proviennent aussi de différents facteurs qui affectent la performance, qu'il s'agisse de la méthode de réplication (physique, synthétique ou mixte), du traitement des dividendes ou des coûts de transaction en bourse (qui varient selon la liquidité du sous-jacent et les conditions de marché[39]). Le prêt/emprunt de titres par les ETF à réplication physique, quant à lui, accroît la performance des fonds, mais les règles de partage des revenus afférents sont rarement connues. Enfin, d'autres éléments peuvent jouer, comme l'impact du renouvellement (*roll*) des contrats *futures* utilisés pour répliquer la performance de certains actifs, notamment les matières premières. Tout ceci souligne le rôle crucial de l'information des porteurs, et surtout le besoin d'harmoniser les méthodes de calcul des écarts de suivi (*tracking error*).

- Par ailleurs, les porteurs perçoivent souvent mal les risques, notamment de contrepartie, inhérents aux ETF. Les risques sont ici exacerbés par différents conflits d'intérêt des fonds et des banques d'investissement qui en sont contrepartie. Des dépôts de collatéral limitent de fait le risque de contrepartie des opérations de prêt-emprunt de titres ou de *swap*[40], mais, pour limiter leurs besoins en capital ou améliorer leurs ratios de liquidité, les banques peuvent être incitées à transférer aux fonds, au titre de ces dépôts de garantie, des actifs risqués et/ou peu liquides[41].

- Plus généralement, on peut s'interroger sur la façon dont seraient gérées des demandes de rachat massives de fonds n'ayant pas en portefeuille les actifs dont ils répliquent la performance. Concernant les ETF physiques, la multiplication et l'enchaînement d'opérations de prêt des titres sous-jacents sont en particulier de nature à amplifier les risques quand ces opérations doivent se déboucler brutalement. Si, individuellement, ces opérations de prêt peuvent ne porter qu'un risque limité, leur dénouement peut en effet être conditionné par celui de multiples autres opérations de même nature.

- De tels risques concernent avant tout les ETF physiques, les ETF synthétiques faisant porter ce type de risque à leur contrepartie. Un risque analogue est aussi perçu pour les ventes à découvert (essentiellement des prêts collatéralisés) d'ETF aux Etats-Unis (la pratique étant moins répandue en Europe)[42].

---

[38] Ces indices innovants introduisent une marge de discrétion dans la gestion des ETF (*Constant Proportion Portfolio Insurance*, CPPI). De tels ETF sont admis à la cotation en Europe.
[39] Suite au tremblement de terre au Japon, certains teneurs de marché ont, par exemple, rencontré des difficultés pour assurer la liquidité du marché des ETF Japon dont on a noté une très forte hausse des *spreads*. Des difficultés analogues ont été rencontrées pendant la crise.
[40] La directive européenne UCITS exige notamment, qu'au moins 90% de la valeur liquidative des OPCVM soit couverte par du collatéral (constitué le cas échéant de titres).
[41] Cf. S. Ramaswamy, *Market structures and systemic risks of ETFs*, BIS WP n°343; April 2011.
[42] Aux Etats-Unis, les ventes à découvert de certains ETF ont pu représenter plusieurs fois l'encours.

- Des risques pour la formation des prix. Ceux-ci peuvent se situer sur le marché des titres sous-jacents, par exemple lorsque les ETF concentrent la demande de liquidité sur des segments de marché étroits (qu'il s'agisse d'actions de pays émergents ou de secteurs d'activité précis, ou de classes d'actifs peu liquides comme les *commodities*) ou sur de brèves périodes de temps. Même sur des marchés d'actions très liquides, des effets sur la liquidité sont susceptibles de résulter, en fin de séance de négociation boursière, du rééquilibrage de certains ETF.[43] Ceux-ci peuvent aussi se situer sur le marché secondaire des ETF de *blue chips* sur lesquels le *trading* algorithmique et haute fréquence s'est particulièrement développé (pour assurer la tenue de marché et exploiter les écarts de prix entre ETF, *futures*, et titres sous-jacents). En temps normal, les écarts de performance restent faibles et sont vite arbitrés, mais les événements du 6 mai ont montré qu'un choc de liquidité sur le marché des *futures* sur S&P 500 se transmettait au marché des ETF sur S&P 500 et à celui des actions sous-jacentes, et pouvait nuire fortement à la capacité de *tracking* des ETF[44]. Ces risques comme ceux du précédent paragraphe sont de nature à avoir des effets sur la stabilité financière.

- Des risques éventuels pour l'intégrité des marchés : de même que pour certains dérivés, le marché secondaire des ETF les plus liquides favorise la mise en œuvre de stratégie d'arbitrages avec les titres sous-jacents. Les corrélations ainsi établies entre classes d'actifs (notamment entre ETF, actions et *futures*) peuvent alors être utilisées, par exemple dans le cadre de délits d'initiés ou d'opérations de *front running*, pour éviter d'intervenir directement sur le marché des actifs sous-jacents. A l'inverse, la prévisibilité de la gestion de la liquidité des ETF (par exemple de leur rééquilibrage) peut donner lieu à certains abus de marché.

Ces risques touchent plus particulièrement les ETP qui ne sont pas structurés comme des fonds

Certains risques sont exacerbés pour les ETP (*exchange traded products*) qui ne sont pas soumis aux règles des fonds indiciels (en particulier en Europe celles découlant des directives OPCVM). Ces produits cotés revêtent le plus souvent la forme juridique de titres de créances émis soit par des banques (ETN ou *exchange-traded notes*), soit par des SPV (ETV ou *exchange-traded vehicles*), et sont soumis à des règles généralement moins strictes, au niveau des acteurs (règles de bonne conduite, règles d'organisation et de gestion des risques, règles relatives aux dépositaires, etc.) comme des produits (notamment relatives à la structuration, à la transparence et aux ratios de diversification). Dans ce contexte, l'absence d'harmonisation des terminologies et classifications utilisées par les promoteurs d'ETP (la structure de la cote des bourses en la matière), conjuguée à la multiplication de l'offre de produits et à la complexité de certains d'entre eux, ressort comme le premier facteur pouvant limiter la compréhension de l'offre d'ETP par les investisseurs.

Développement des ETC et marchés des matières premières

Les ETC (*exchange-traded commodities*) ont, à cet égard, un statut particulier. Ils sont en effet souvent caractérisés par un investissement direct en matières premières mais sont en général des ETN ou des ETV. Echappant aux règles de diversification des fonds, ils peuvent investir dans une matière première unique[45]. Le premier ETC a été lancé en 2003, mais le marché atteint aujourd'hui près de 160 milliards de dollars, largement dominé par les métaux précieux, l'or en particulier. Ces produits attirant de nouveaux investisseurs, notamment des particuliers, sur les marchés de matières premières, ils posent, outre les questions de compréhension évoquées, des interrogations sur l'évolution structurelle des marchés de matières premières (cf. chapitre 1).

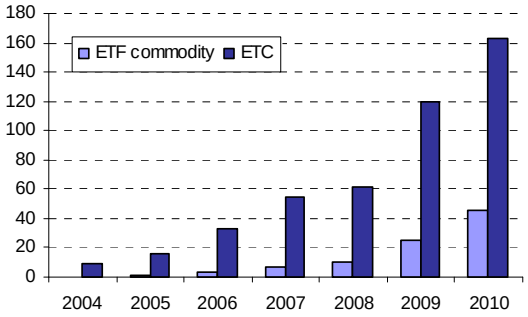
---

[43] Cela a été montré pour des fonds à effet de levier et inverses par A. Madhavan, M. Cheng, *The Dynamics of Leveraged and Inverse ETFs*, Barclays Global Investors, 2009. L. Grillet-Aubert, *Impact du rééquilibrage des ETF à effet de levier et inverses*, Lettre Economique et Financière de l'AMF, automne 2010 transpose ces résultats au marché européen.

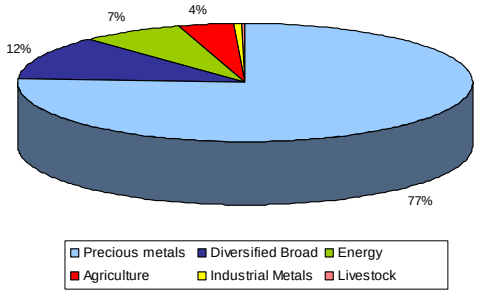
[44] Cf. SEC-CFTC, *Findings regarding the Market Events of May 6*, 2010 selon lequel, les ETF ont représenté 70% des transactions annulées. Cf. aussi M. Borkovec *et al.*, *Liquidity and Price Discovery in ETFs-One of Several Possible Lessons from the Flash Crash*, Journal of Index Investing, 2010.

[45] Ces titres sont communément appelés instruments "*delta one*" car ils reflètent le prix d'un contrat sans ajouter effet de levier.

Graphique 76 : Evolution du marché des ETF sur matières premières et des ETC *(en milliards de dollars)*



Graphique 77 : Répartition des actifs sous gestion sur le marché des ETC *(en %)*



Sources : ETF Securities, Bloomberg, Blackrock pour les ETC et Blackrock pour les ETF commodities.

Quel impact de la gestion passive sur la formation des prix ?

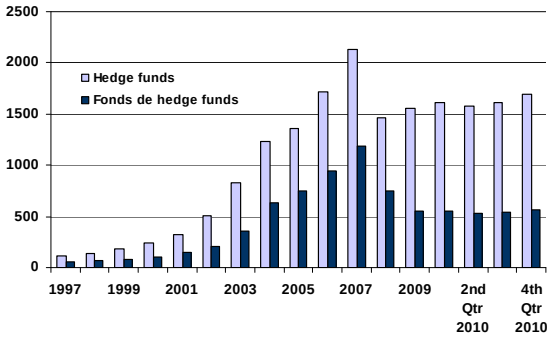
La question de la gestion indicielle et de ses conséquences sur les marchés financiers dépasse la seule problématique des ETF et ETP. Si la montée en puissance de la gestion passive repose sur des facteurs évidents, liés à son faible coût et à la difficulté que rencontrent les modes de gestion active d'afficher des surperformances persistantes, elle pose un certain nombre de questions. La plus importante est certainement celle concernant le mécanisme de formation des prix, le caractère mécanique des flux de placements pouvant conduire à une détermination des prix déconnectée des fondamentaux et à l'auto-alimentation de phases de hausse et de baisse sur les valeurs composant les indices[46].

3. LE *PRIVATE EQUITY* CONFRONTE A UN REPLI DES BANQUES ET DES ASSURANCES

L'offre de hedge funds *« UCITS » se développe rapidement*

La gestion alternative et le *private equity*, qui avaient très lourdement subi les conséquences de la crise financière, se positionnent différemment dans la phase de sortie de crise. Les *hedge funds*, après une purge très marquée, ont retrouvé le chemin de la croissance. Le redressement de leur performance et, corrélativement, la captation de nouveaux flux de placement, ont permis une croissance des encours sous gestion, évalués par BarclayHedge à 1 694 milliards de dollars.

Graphique 78 : Actifs gérés par les *hedge funds* au plan mondial *(en milliards de dollars)*



Source : BarclayHedge

[46] Voir J. Wurgler, *On the Economic Consequences of Index-linked Investing*, NBER, 2010: "index-linked investing is distorting stock prices and risk-return tradeoffs".

La tendance à la création de fonds de gestion alternative coordonnés (*newcits*), qui trouve sa source dans le désir de transparence et de liquidité des investisseurs et dans la volonté des gérants de regagner une clientèle de détail, s'est poursuivie et apparaît désormais comme un axe stratégique important. Les estimations disponibles réalisées par les acteurs de marché sont en la matière assez différentes, mais elles témoignent d'un phénomène en croissance rapide. Selon Alix Capital, le nombre de *hedge funds* ayant opté pour le statut de fonds coordonné est ainsi passé en 2010 de 324 à 578, les actifs sous gestion passant pour leur part de 61 milliards d'euros à 92 milliards, soit une croissance de 52%. Cette *retailisation* potentielle de la diffusion de fonds d'investissement alternatifs soulève des problématiques de protection des épargnants, ces derniers n'étant pas nécessairement en mesure d'apprécier correctement le profil rendement-risque de ce type de fonds.

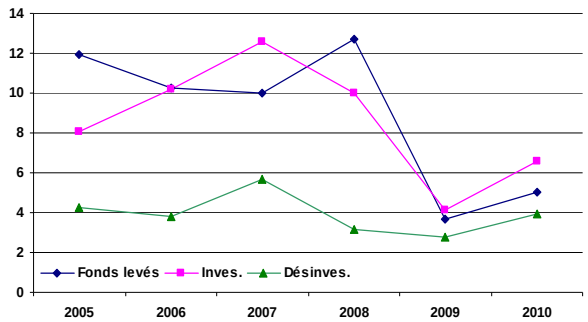
Parallèlement à ce mouvement, la gestion alternative semble attirer des ressources en provenance des banques d'investissement. Le durcissement des contraintes réglementaires des banques concernant leur activité de marché, et notamment le plafond d'engagement fixé aux États-Unis par la loi Dodd-Frank, se traduisent progressivement par un transfert de ces activités vers des structures moins régulées de type *hedge funds*. L'intensité réelle de ce mouvement est cependant difficile à évaluer précisément (cf. chapitre 2).

Le capital investissement peine à lever des capitaux en Europe

Le capital investissement se trouve dans une configuration assez différente. Très touché par la crise du crédit, en particulier sur le segment très dominant des *leveraged buyout*, le marché peine à redémarrer. En Europe, le montant des fonds levés est ainsi demeuré en 2010 atone, à un niveau très inférieur à celui d'avant crise financière. En France, les fonds levés se redressent modestement après le point bas de 2009, à 5 milliards d'euros selon l'AFIC.

Les investissements affichent cependant un mouvement de reprise plus marqué en Europe comme en France. L'existence de réserves importantes (*« dry powder »*) accumulées avant la crise financière constitue un premier facteur explicatif de ce redressement. Par ailleurs, la réouverture progressive du marché du crédit liée à l'amélioration globale de la situation financière de nombreuses entreprises et à la recherche de rendement de certains investisseurs en dette est de nature à faciliter le financement d'opérations de rachat avec effet de levier, comme le suggère d'ailleurs le dynamisme des émissions obligataires *high yield* (cf. chapitre 1).

Graphique 79 : Le marché français du capital investissement
(en milliards d'euros)

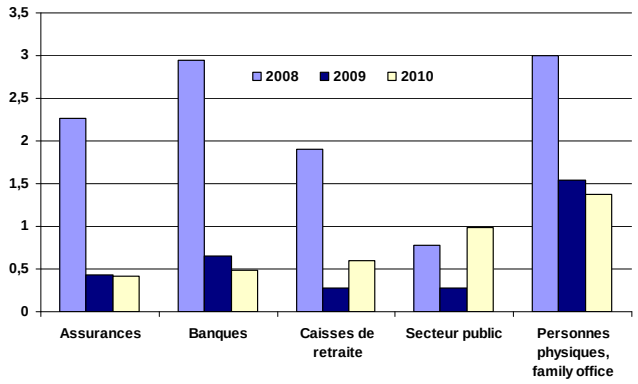


Source : AFIC

Le secteur du capital investissement se trouve, plus structurellement, largement impacté par les évolutions de la régulation prudentielle des banques et des assurances. L'alourdissement prévu du coût en fonds propres des prises de participation dans le capital investissement, combiné à la situation encore dégradée de certaines banques, entraîne d'ores et déjà une raréfaction des engagements de ces deux types d'acteurs, alors que

traditionnellement ils détenaient une position majeure dans la population des apporteurs de capitaux. En 2010, banques et assurances n'ont ainsi représenté que 23,2% des levées de fonds, contre 34% et 47,8% respectivement en 2009 et 2008. Corrélativement, les fonds levés auprès du secteur public et de la clientèle de détail ont pris une part importante, la collecte auprès des investisseurs particuliers ayant été favorisée par une fiscalité attractive. Les montants investis par les investisseurs particuliers demeurent très modestes à l'échelle de leurs placements ; toutefois, ces levées de fonds peuvent soulever des risques en matière de commercialisation, notamment en raison d'une information donnée aux porteurs exagérément axée sur les caractéristiques fiscales des produits. Les mesures prises par la loi de finances 2011 sont de nature à contenir les dérives potentielles, à travers en particulier une réduction de l'avantage fiscal conféré aux placements en produits de capital investissement, le rallongement du délai de détention et une transparence accrue sur les frais – directs et indirects – payés.

Graphique 80 : Origine des levées de fonds des investisseurs en capital en France *(en milliards d'euros)*



Source : AFIC

La raréfaction de la base d'investisseurs constitue à moyen terme un sujet de préoccupation pour l'industrie du capital investissement et, ce faisant, pour le financement des petites entreprises et des projets innovants. Cette préoccupation est à mettre en relation avec la problématique plus générale du financement des entreprises dans un contexte de contraintes accrues sur l'offre de crédit des banques.

4. PERSPECTIVES POUR L'INDUSTRIE DES FONDS MONETAIRES

L'impact de Bâle III

La France représente le deuxième plus grand marché pour les fonds monétaires après les États-Unis. Acteurs majeurs du marché monétaire, les fonds monétaires sont une source importante du financement court de l'économie, puisqu'ils détiennent environ la moitié du stock français de titres de créances négociables à court terme, et constituent un outil important de gestion de trésorerie pour les entreprises[47]. Les encours des OPCVM monétaires représentent par ailleurs environ un tiers du total des encours sous gestion en France. Les évolutions structurelles de cette industrie, par ailleurs affectée dans l'immédiat par l'environnement de taux d'intérêt bas, a donc des implications fortes pour les investisseurs, les émetteurs de titres courts et les gérants.

[47] Les entreprises non financières représentent environ un tiers des détenteurs de titres d'OPCVM monétaires (en pourcentage de l'encours) (données Banque de France).

La réforme de Bâle III, et notamment l'imposition aux banques de deux ratios de liquidité (ratios à 30 jours et à un an), peut avoir des conséquences importantes pour les fonds monétaires :

- En termes de collecte : selon les estimations publiées fin 2010 par le Comité européen des régulateurs bancaires, le ratio moyen à 30 jours des grandes banques européennes est encore éloigné du seuil de 100% fixé par le Comité de Bâle[48] ; les banques sont donc incitées, entre autres, à augmenter les dépôts de la clientèle (qui contribuent positivement aux ratios) à leur bilan, au détriment possible des fonds monétaires (ré-intermédiation). Le nouveau cadre prudentiel pourrait ainsi venir accentuer la tendance à la décollecte sur les fonds monétaires observée en France depuis la mi-2009 (cf. supra).

- En termes d'allocation des encours : alors que les nouvelles règles du CESR (aujourd'hui ESMA) applicables aux fonds monétaires au 1er juillet 2011 (cf. ci-après) renforcent les standards de liquidité et de maturité, les banques sont incitées à réduire leurs financements courts (certificats de dépôts à un mois par exemple), segment sur lequel les fonds monétaires sont largement investis ; banques et fonds monétaires pourront aussi se trouver en concurrence pour la détention de titres d'émetteurs non financiers bien notés et jugés de haute qualité par le gérant, du fait de leur inclusion à la fois dans les nouveaux ratios de liquidité des banques et dans les critères du CESR.

Outre ces évolutions qui impactent indirectement les fonds monétaires, les discussions se poursuivent sur les réformes nécessaires pour limiter les risques liés aux fonds eux-mêmes.

Fonds monétaires et risques systémiques : des réformes encore inachevées

La crise financière a mis en avant les risques systémiques liés aux fonds monétaires. En Europe, quelques fonds monétaires, et notamment des fonds dits « monétaires dynamiques », ont connu des difficultés en 2007, se traduisant soit par le soutien des banques sponsors soit par des suspensions. Aux États-Unis, le secteur a connu une crise d'une ampleur bien supérieure : dans la foulée de la faillite de la banque Lehman Brothers, le fonds Primary Reserve, un des principaux fonds américains, n'a pas été en mesure de maintenir sa valeur liquidative à hauteur d'un dollar (« *break the buck* »), entraînant un *run* sur les fonds monétaires : environ 300 milliards de dollars ont été retirés en moins d'une semaine sur le marché, soit près de 10% des encours, entraînant la dislocation du marché du *commercial paper* et obligeant à une intervention massive des autorités américaines.

Tirant les leçons de ces expériences, le CESR a publié en mai 2010 des recommandations visant à corriger les défaillances apparues avec la crise ; le nouveau régime crée deux classifications (« monétaires » et « monétaires court terme ») et impose des standards stricts en termes de sensibilité au risque de taux, de liquidité des fonds et de maturité des actifs détenus et de niveau de risque de crédit. Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission a aussi introduit début 2010 de nouveaux standards. Ces mesures réduisent les risques mais ne font pas disparaître la possibilité d'une crise systémique.

En particulier, les fonds américains sont basés sur un modèle à valeur liquidative constante (*constant net asset value ou CNAV*) qui suppose une linéarisation comptable permettant le lissage des performances. Cette comptabilisation comporte des risques puisqu'en cas d'écartement des *spreads*, la valeur des titres de créance détenus par un fonds a tendance à baisser, mais le lissage comptable ne répercute pas cette baisse de valorisation sur la valeur liquidative du fonds, qui se trouve donc artificiellement surévaluée. Deux vecteurs de contagion peuvent dès lors jouer en cas de tensions : le premier est lié au comportement des investisseurs : les premiers investisseurs à quitter le fonds se font rembourser leurs avoirs à des niveaux trop élevés ce qui lèse les investisseurs qui restent

[48] 67% à fin 2009 pour les banques du "Groupe 1" (CEBS, *Results of the comprehensive quantitative impact study*, déc. 2010).

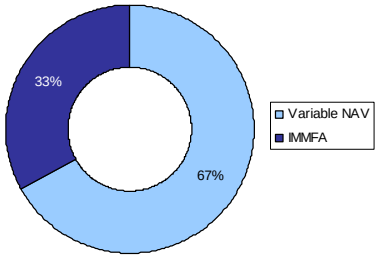
dans le fonds ; il y a donc une incitation à quitter le fonds dès que la crise débute, ce qui augmente le risque de « *run* ». Le second vecteur de contagion est lié au risque du sponsor, qui peut être amené à apporter des liquidités importantes pour éviter la suspension du fonds et le déclenchement d'un mouvement de panique. Le modèle américain des CNAV est aussi utilisé dans certains pays européens, l'Irlande notamment, ainsi que le Luxembourg[49].

Des réformes supplémentaires apparaissent donc nécessaires pour contenir les risques systémiques liés aux fonds monétaires. Aux États-Unis, le *President's Working Group on Financial Markets* a proposé plusieurs pistes, y compris l'introduction de fonds à valeur liquidative fluctuante, la création d'un véhicule de refinancement de la liquidité ou d'une assurance dépôt ou bien la mise en œuvre d'une régulation comparable à celle des banques. Plus globalement, à la lumière de la crise, les fonds monétaires sont apparus comme un des éléments importants du périmètre du « *shadow banking system* »[50] en cours de définition par le Conseil de stabilité financière. Celui-ci discute aujourd'hui des options possibles pour mieux en encadrer les risques : les réponses envisagées pourront varier selon que l'on considère les fonds à valeur liquidative constante ou variable, avec des préoccupations plus grandes dans le premier cas. L'enjeu d'une meilleure régulation des fonds CNAV est d'autant plus important que :

- la part de marché des fonds à valeur liquidative constante (IMMFA) a augmenté significativement en Europe, passant de 20% (168 milliards d'euros) du total des OPCVM monétaires en 2005 à 37% mi-2010 (458 milliards)[51] (Graphique 81) ; certains gérants français, traditionnellement positionnés sur des fonds à VL variable, ont par ailleurs annoncé leur intention de développer leur offre sur ce segment[52] ;

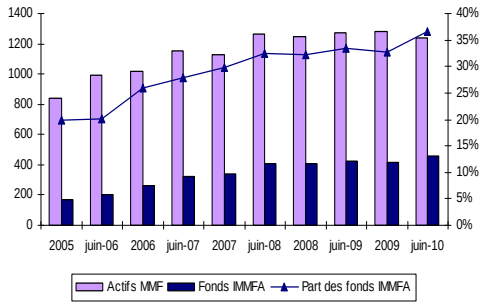
- les fonds monétaires américains, basés sur ce modèle à VL constante, représentent une source importante du financement court des banques européennes, créant ainsi des vulnérabilités potentielles en cas de nouveau choc sur les fonds monétaires américains[53].

Graphique 81 : Composition des fonds monétaires européens à fin 2009
(en %)



Source : EFAMA, citée par PWC/IMMFA

Graphique 82 : Evolution des actifs des fonds IMMFA comparés aux fonds européens
(en milliards d'euros et %)



Sources : BCE, IMMFA, cités par PWC/IMMFA

[49] Il s'agit dans le cas du Luxembourg et de l'Irlande de fonds notés AAA et respectant un code établi par l'International Money Market Fund Association (IMMFA). Les nouvelles classifications CESR n'autorisent les fonds CNAV que pour les fonds monétaires « court terme », ce qui reflète le fait que plus la maturité moyenne des actifs du fonds monétaire est élevée, plus les risques de mauvaise valorisation du fonds sont importants.
[50] Voir P. Tucker, *Shadow Banking, Capital Markets and Financial Stability*, jan. 2010, pour une discussion sur les CNAV.
[51] Fonds IMMFA, données citées dans PWC/IMMFA, *The contribution of IMMFA funds to the money market*, février 2011.
[52] Le développement de fonds à valeur liquidative constante n'est pas encore possible en France en raison de difficultés techniques, comptables et juridiques et des réflexions engagées sur les risques spécifiques de ces fonds. Il s'agit donc de fonds domiciliés dans d'autres places (Luxembourg, Irlande).
[53] Cf. Fitch, *US Money Market Fund: Recent Trends in Exposure to European Banks*, 2011, N. Baba & al., *US dollar money market funds and non-US banks*, BIS Quarterly Review, mars 2009.

SYNTHESE

Les actifs gérés au plan mondial par les fonds de gestion collective ont progressé en 2010, des effets performances positifs se combinant aux flux de collecte sur les véhicules de long terme, en particulier obligataires. Les fonds monétaires ont subi de nouveau de larges sorties, du fait de la faiblesse des taux d'intérêt à court terme. A plus long terme, ces fonds peuvent par ailleurs être impactés par les nouvelles régulations bancaires. La gestion collective française a présenté un profil atypique par rapport à cette évolution globalement positive, les encours gérés se tassant modestement.

*La gestion indicielle a de nouveau augmenté à un rythme rapide, à travers en particulier des achats abondants de parts d'*exchange-traded products*. Ce mouvement s'est accompagné d'une orientation croissante de ces véhicules en direction des marchés de dette, émergents et des marchés de matières premières. Les hedge funds ont consolidé leur situation, attirant de nouveau des investisseurs et recherchant dans la création de fonds « Ucits compatibles » des relais de croissance. Le secteur du capital investissement peine quant à lui à redémarrer, face à l'érosion de sa base d'investisseurs institutionnels.*

En termes de risques :

- *Le **développement de la gestion passive** et, plus spécifiquement, des instruments d'investissement de type produits indiciels cotés, peut engendrer des risques, d'une part pour la **protection des investisseurs**, liés à la complexité croissante des produits et de leur stratégie d'investissement, et l'**intégrité des marchés** ; d'autre part pour la **qualité du processus de formation des prix** et la **stabilité financière** (notamment en raison du caractère purement passif des allocations de portefeuille et de la canalisation de flux de placements sur des marchés qui peuvent être étroits).*

- *La crise financière a mis en exergue le **rôle systémique des fonds monétaires**. Les mesures prises en Europe et aux États-Unis permettent de limiter certains risques mais la possibilité de* « runs » n'est pas écartée*, en particulier dans le cas des fonds monétaires à valeur liquidative constante (CNAV). La **mise en place de Bâle III** va par ailleurs conduire les banques à intensifier le **recours aux dépôts de la clientèle**, au **détriment possible des fonds monétaires**. Ces évolutions peuvent avoir des **conséquences** importantes pour **l'industrie de la gestion collective** et le **financement à court terme de l'économie**.*

- *Les **difficultés** rencontrées par les **fonds de capital investissement** sont une conséquence directe de la crise du crédit qui a frappé les économies à l'été 2007. Il est cependant à craindre des **effets plus durables**, du fait du **repli des engagements des banques** et des **compagnies d'assurance**, avec des conséquences négatives pour le **financement des entreprises** de taille petite et moyenne. On peut également assister, corrélativement, à une **retailisation** de la diffusion des fonds de* private equity*. Un tel risque existe également dans le cas des* **hedge funds** (newcits).

- *La **réforme prudentielle** peut enfin occasionner **des transferts de risque** de la sphère bancaire en direction de la gestion collective ou vers des entités peu ou pas régulées. Cette problématique se posera avec d'autant plus d'acuité que le processus de sortie de crise se précisera, le **repli de l'aversion au risque** et une **recherche accrue de rendement** constituant des facteurs déterminants pour le **développement de pratiques à risque** et le **contournement des règles**.*

Liste des acronymes

ABS	*Asset backed securities*
ACP	Autorité du contrôle prudentiel
AFG	Association française de la gestion
AFIC	Association française des investisseurs en capital
AFME	Association for Financial Markets in Europe
AMF	Autorité des marchés financiers
ATHEX	Athens Stock Exchange
BCE	Banque centrale européenne
BDF	Banque de France
BIS	Bank for International Settlements (BRI)
BRI	Banque des règlements internationaux (BIS)
CCP	Central Clearing Counterparty (Chambre de compensation)
CDO	*Collateralised debt obligation*
CDS	*Credit default swap*
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFD	*Contract for difference*
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CMBS	*Commercial mortgage-backed security*
CNAV	*Constant net asset value*
Cocos	*Contingent capital convertible*
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CPPI	*Constant Proportion Portfolio Insurance*
CRD	*Capital requirements directive*
CRE	Commission de régulation de l'énergie
CSF	Conseil de stabilité financière (FSB)
DB	Deutsche Börse
DREP	Direction des relations avec les épargnants
EBA	*European Banking Authority*
EFAMA	Association européenne de la gestion d'actifs
EMIR	*European Market Infrastructures Regulation*
EMTN	*Euro Medium Term Notes*
ESMA	European Securities and Markets Authority (ex-CESR)
ETC	*Exchange Traded Commodity*
ETF	*Exchange Traded Fund* (Produit indiciel coté)
ETN	*Exchange Traded Note*
ETP	*Exchange Traded Product*
ETV	*Exchange Traded Vehicle*
ESRB	European Systemic Risk Board
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
FFSA	Fédération française des sociétés d'assurance
FSB	Financial Stability Board (CSF)
FSOC	Financial Stability Oversight Council
HFT	H*igh frequency trading* (trading haute fréquence)
IMMFA	Institutional Money Market Funds Association
ICE	Intercontinental Exchange
IDB	*Interdealer broker*
IIF	Institute of International Finance
LMEX	*London Metals Index*
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
IAS	*International Accounting Standards*
IOSCO	International Organisation of Securities Commission (OICV)
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ISF	Impôt sur la fortune
LEI	*Legal entity identifier*
LRBF	Loi de régulation bancaire et financière
LSE	London Stock Exchange
MIF	Directive Marchés d'Instruments Financiers
MiFID	*Markets in financial instruments directive*
MTF	*Multilateral Trading Facility* (SMN)
NYX	NYSE Euronext
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
ODSG	OTC Derivatives Supervisors Group
OH	Obligations à l'habitat
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
OTC	*Over the counter* (de gré à gré)
OTF	O*rganised trading facilities*
PEA	Plan épargne en actions
PEL	Plan épargne logement
PME	Petites et moyennes entreprises
Re-remic	Resecurisation of real estate mortgage investment conduits
RMBS	*Residential mortgage-backed security*
SEC	Securities and Exchange Commission
SEF	*Swap execution facility*
SIFI	*Systemically important financial institutions*
SMN	Système multilateral de négociation (MTF)
SPV	*Special purpose vehicle*
TARP	*Troubled asset relief program*
TEPA	Loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat
TSSDI	Titre super subordonné à durée déterminiée
UC	Unités de compte
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
VL	Valeur liquidative

Liste des graphiques

Graphique 1 : Evolution des indices Merril Lynch....13
Graphique 2 : Evolution comparée des *spreads* souverains européens....14
Graphique 3 : Remboursements de la dette globale de l'Espagne, de la Grèce, de l'Italie et du Portugal par maturité....15
Graphique 4 : Détention de dette souveraine des pays périphériques de la zone euro par certains secteurs bancaires....16
Graphique 5 : Les *spreads* bancaires reflètent et parfois amplifient le risque souverain....16
Graphique 6 : Emissions de titres de dette sécurisée....17
Graphique 7 : Emissions d'obligations foncières par les émetteurs français....18
Graphique 8 : Structure des émissions de titres réalisées par les banques dans le cadre des plans de sauvetage entre le troisième trimestre 2007 et fin 2010....18
Graphique 9 : Taux de défaut et changements de notation des produits de financement structuré....20
Graphique 10 : Dégradations de produits de financement structuré par l'agence Moody's aux États-Unis....20
Graphique 11 : Emissions de véhicules de titrisation au niveau mondial....21
Graphique 12 : Emissions de véhicules de re-titrisation au niveau mondial....21
Graphique 13 : Emissions trimestrielles comparées de dette *corporate* risquées depuis 2008....22
Graphique 14 : Emissions annuelles comparées de dette *corporate* non risquées depuis 2008....22
Graphique 15 : Emissions de prêts syndiqués (Europe/USA)....24
Graphique 16 : Emissions de dette sur les marchés émergents....24
Graphique 17 : Volatilité implicite....25
Graphique 18 : Primes de risque....25
Graphique 19 : Performances des marchés d'actions au 29/04/2010....25
Graphique 20 : Performances sectorielles en 2010....25
Graphique 21 : Taux de dividende et rendements des emprunts d'Etats en zone euro....26
Graphique 22 : Capitaux levés lors des introductions en bourse....26
Graphique 23 : Emissions d'actions cotées au niveau mondial....27
Graphique 24 : Fusions et acquisitions au niveau mondial....27
Graphique 25 : Emissions nettes d'actions par les sociétés cotées....27
Graphique 26 : Offre et demande d'actions cotées en France....28
Graphique 27 : Nombre de sociétés cotées en Europe....28
Graphique 28 : Evolution du prix au comptant de quelques matières premières....29
Graphique 29 : Production, consommation et prix du pétrole....29
Graphique 30 : Evolution du prix au comptant de quelques matières premières agricoles....30
Graphique 31 : Prix et stocks de cuivre....30
Graphique 32 : Prix de l'or et de l'argent....30
Graphique 33 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du pétrole....31
Graphique 34 : Poids des différentes catégories d'opérateurs intervenant sur le marché à terme du blé....31
Graphique 35 : Corrélation des rendements des matières premières avec ceux des actions et des obligations....32
Graphique 36 : Corrélation des rendements des matières premières entre elles....32
Graphique 37 : Evolution du nombre de contrats dérivés sur les marchés organisés....32
Graphique 38 : Evolution de l'encours notionnel de contrats dérivés OTC....32
Graphique 39 : Volumes de transactions sur les valeurs du CAC 40 pendant l'interruption des négociations de NYSE Euronext du 13/10/11....36
Graphique 40 : Formation des prix par les MTF....36
Graphique 41 : Part des volumes de transactions soumis à transparence pré-négociation en Europe....37
Graphique 42 : Volumes de transactions sur les *dark pools* et *crossing networks* en Europe....37
Graphique 43 : Valeurs du CAC 40 sur NYSE Euronext Paris : Nombre d'ordres et de transactions des membres de marché....37
Graphique 44 : Montants notionnels....42
Graphique 45 : Valeurs de marché brutes....42
Graphique 46 : Montants notionnels sur *swaps* de taux compensés par LCH.Clearnet....42
Graphique 47 : Répartition par type de contrepartie....42
Graphique 48 : Marché des CDS – Evolution des montants notionnels, 2004-2010....43
Graphique 49 : Marché des CDS – Répartition des montants notionnels par contrepartie....43
Graphique 50 : Impact de Bâle III par segment d'activité....48
Graphique 51 : Impact de Bâle III sur la rentabilité des activités de marché....48
Graphique 52 : ROE 2010 des grandes banques....48
Graphique 53 : Placements financiers des ménages en France....52
Graphique 54 : Taux d'intérêt bancaires à court terme....53
Graphique 55 : Flux de placements à destination des dépôts bancaires....53
Graphique 56 : Taux d'intérêt bancaires à long terme comparés à ceux des obligations d'Etat....53
Graphique 57 : Flux de placements annuels à destination des contrats en unités de compte en 2010....55
Graphique 58 : Flux de placements annuels à destination des contrats en euros en 2010....55
Graphique 59 : Encours respectifs des supports en euros et en unités de compte en 2010....56

Graphique 60 : Flux de placements financiers annuels des ménages dans les principaux pays européens en 2010 57
Graphique 61 : Patrimoine financier des ménages français 57
Graphique 62 : Evolution du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays euroéens 57
Graphique 63 : Structure du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens à fin septembre 2010 58
Graphique 64 : Poids des différents placements relevant de la gestion collective dans le patrimoine financier total des ménages 59
Graphique 65 : Part des actions détenues de façon directe et indirecte dans le patrimoine financier des ménages français, ventilée par type de support 60
Graphique 66 : Décomposition de la variation d'encours d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des supports d'investissement 60
Graphique 67 : Nombre et montant de produits structurés offert aux épargnants français 61
Graphique 68 : Evolution de l'offre de produits structurés français depuis 2007 par type de stratégies 62
Graphique 69 : Nombre et montant de produits structurés vendus aux épargnants européens par trimestre depuis 2007 62
Graphique 70 : Cartographie du nombre et des montants de produits structurés distribués au grand public en 2010 62
Graphique 71 : Evolution du poids des actifs risqués depuis 2000 64
Graphique 72 : Le marché européen des fonds coordonnés 67
Graphique 73 : Souscriptions nettes d'OPCVM non monétaires en France 68
Graphique 74 : Souscriptions nettes d'OPCVM monétaires en France 68
Graphique 75 : Le marché des ETF et ETP 68
Graphique 76 : Evolution du marché des ETF sur matières premières et des ETC 71
Graphique 77 : Répartition des actifs sous gestion sur le marché des ETC 71
Graphique 78 : Actifs gérés par les *hedge funds* au plan mondial 71
Graphique 79 : Le marché français du capital investissement 72
Graphique 80 : Origine des levées de fonds des investisseurs en capital en France 73
Graphique 81 : Composition des fonds monétaires européens à fin 2009 75
Graphique 82 : Evolution des actifs des fonds IMMFA comparés aux fonds européens 75

Liste des encadrés

Encadré 1 : Supervision macroprudentielle et implications pour les régulateurs de marché 10
Encadré 2: Les *stress tests* bancaires : un enjeu de transparence et de confiance 16
Encadré 3 : Cocos : quels risques ? 19
Encadré 4 : Les émissions d'obligations par les entreprises françaises 23
Encadré 5 : Bilan des introductions en bourse 28
Encadré 6 : Consolidation des bourses : des opportunités et des risques 41
Encadré 7 : Une réduction ou un déplacement des risques et quelles conséquences pour la supervision ? L'exemple de la Volcker *Rule* pour les activités de *proprietary trading* 49
Encadré 8 : Les principaux enseignements des visites mystères conduites par l'AMF : une certaine frilosité des chargés de clientèle et un fort impact de l'enveloppe fiscale 54
Encadré 9 : L'évaluation des questionnaires MIF : principales conclusions de l'étude menée par une équipe de chercheurs à la demande de l'AMF 58

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

Directeur de la publication

Edouard Vieillefond	e.vieillefond@amf-france.org 01.53.45.63.06

Rédacteur en chef

Fabrice Pansard	f.pansard@amf-france.org 01.53.45.63.57

Equipe de rédaction

Julie Ansidei	j.ansidei@amf-france.org 01.53.45.63.55
Anne Demartini	a.demartini@amf-france.org 01.53.45.63.39
Elisabeth Fonteny	e.fonteny@amf-france.org 01.53.45.63.61
Laurent Grillet-Aubert	l.grillet-aubert@amf-france.org 01.53.45.63.38
Carine Romey	c.romey@amf-france.org 01.53.45.63.41

Secrétariat

Muriel Visage	m.visage@amf-france.org 01.53.45.63.35

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