

# CHAPITRE 1

## L'évolution des marchés financiers en 2008

1 – Les marchés du crédit	26
2 – Les marchés d'actions	46
3 – Les marchés de produits dérivés	60
4 – Les produits de gestion pour compte de tiers	62

Principales évolutions du marché financier français<sup>(1)</sup>

	2007	2008	Variation 2008/2007
<b>Marchés boursiers des valeurs françaises</b>			
Nombre de sociétés cotées (Euronext et Alternext)	1 088	1 077	- 1,0%
Capitalisation domestique (données en fin d'année, en milliards d'euros)	2 711,4	1917,4	29,3%
- <i>Actions</i> <sup>1</sup>	1895,2	1 073,6	- 43,4%
- <i>Obligations</i> <sup>(2)</sup>	816,2	843,8	3,4%
Capitaux levés lors des introductions (milliards d'euros)	3,4	0,06	- 81,5%
Émissions de titres de capital (milliards d'euros) <sup>(3)</sup>	30,0	27,4	- 8,5%
Émissions de titres de créance (milliards d'euros) <sup>(4)</sup>	114,2	143,6	25,7%
- <i>Etat</i>	57,0	82,7	45,1%
- <i>Émetteurs privés</i>	57,2	60,9	6,5%
Transactions <sup>(5)</sup> (milliards d'euros)	1 995,7	1 736,7	- 13,0%
- <i>Actions</i>	1 991,8	1 733,8	- 13,0%
- <i>Obligations</i> <sup>(5)</sup>	3,9	2,9	- 25,2%
<b>Placements collectifs (SICAV + FCP), données fin d'année<sup>(6)</sup></b>			
- <i>Actifs gérés</i> <sup>(7)</sup>	1 351,6	1 143,3	- 15,4%
- <i>Nombre</i>	8 243	8 301	0,7%

Source : AMF-Euronext Paris

(1) Sauf mention contraire, les statistiques relatives aux marchés d'actions portent sur Euronext, Alternext et le Marché libre.

(2) Y compris emprunts d'Etat (source : Euronext Paris).

(3) Sont compris : les émissions en numéraire par appel public à l'épargne (APE), les levées d'options, les exercices de bons de souscription d'actions, les paiements de dividende en actions et enfin les émissions réservées.

(4) Sont ici considérées toutes les émissions de l'Etat et des émetteurs privés sur Euronext Paris (y compris les émetteurs d'obligations foncières).

(5) Transactions *Electronic Order Book*.

(6) SICAV : sociétés d'investissement à capital variable. FCP : fonds communs de placement. Ces données ne comprennent pas les FCPE (fonds communs de placement d'entreprise) ni les SICAVAS, SICAV ayant pour objet la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières émises par l'entreprise.

(7) Calcul effectué sur la base du dernier actif net connu.

1

2

3

4

5

6

7

8

## 1 – Les marchés du crédit

### A – Les marchés du crédit : épice centre d'une crise financière globale sans précédent

La crise financière qui a ébranlé les marchés financiers mondiaux a débouché à partir de septembre 2008 à la suite de la faillite ou quasi-faillite de grandes institutions financières américaines et européennes, sur un mouvement de doute croissant quant à la qualité, la fiabilité et la valorisation des instruments de crédit au sens large. Dans de nombreux pays, les marchés du financement inter-bancaire ont été paralysés, les banques ne pouvant à peu près plus y lever de fonds à plus d'un jour. La situation du marché du crédit s'est alors fortement dégradée, les écarts de taux entre les titres d'Etat et les obligations des sociétés ont atteint des niveaux record en octobre, les marchés boursiers ont violemment chuté et la volatilité boursière s'est vivement accrue. Face à cette détérioration de la situation, l'implication massive et concertée des pouvoirs publics et des banques centrales, notamment *via* l'injection de liquidités dans le système financier international, a contribué à l'amélioration du fonctionnement du marché du financement à court terme. En revanche, les dégradations des perspectives de croissance<sup>(1)</sup> ont contribué à accentuer ce climat de défiance généralisé. Situé au cœur de la crise actuelle, le marché du crédit, et notamment des produits de financement structuré, a particulièrement été touché, la hausse importante des coûts de financement et une sélectivité accrue des titres ont alors modifié l'équilibre offre-demande sur ces marchés, ce qui s'est notamment traduit par une faible liquidité sur le marché secondaire.

#### 1 > Des divergences dans l'action des banques centrales qui se répercutent sur l'évolution des taux d'intérêt

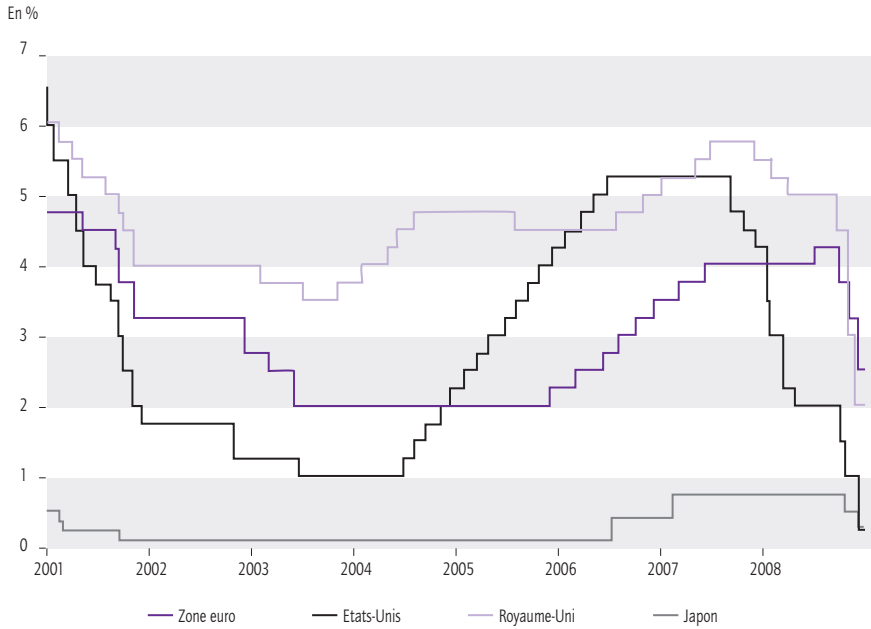
De nombreux facteurs, parfois contradictoires, ont influencé les marchés de taux d'intérêt en 2008. Ces derniers ont subi des mouvements assez marqués, du fait d'un environnement macrofinancier instable, caractérisé par un niveau élevé d'incertitude et une crise de liquidité majeure.

Au cours du premier semestre, les stratégies monétaires des banques centrales ont présenté certaines divergences de part et d'autre de l'Atlantique, notamment dans l'arbitrage difficile entre croissance, inflation et gestion de la crise bancaire. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a poursuivi une politique monétaire fortement expansionniste pour lutter prioritairement contre les risques d'un ralentissement trop prononcé de l'activité économique et enrayer la chute des marchés financiers. Le taux des *fed funds* a ainsi perdu près de 225 points de base au cours du premier semestre pour atteindre 2% à la fin du mois de juin. La Banque centrale européenne, en revanche, est restée plus attentive à la hausse du taux d'inflation – induite par le renchérissement des matières premières et des denrées alimentaires – qui a atteint + 4% en rythme annualisé en juin dans la zone euro, niveau supérieur à son objectif de moyen terme. Elle a en conséquence choisi de maintenir inchangé son principal taux de refinancement à 4% au cours du premier semestre et a même procédé à une légère augmentation de 25 points de base début juillet (graphique 1).

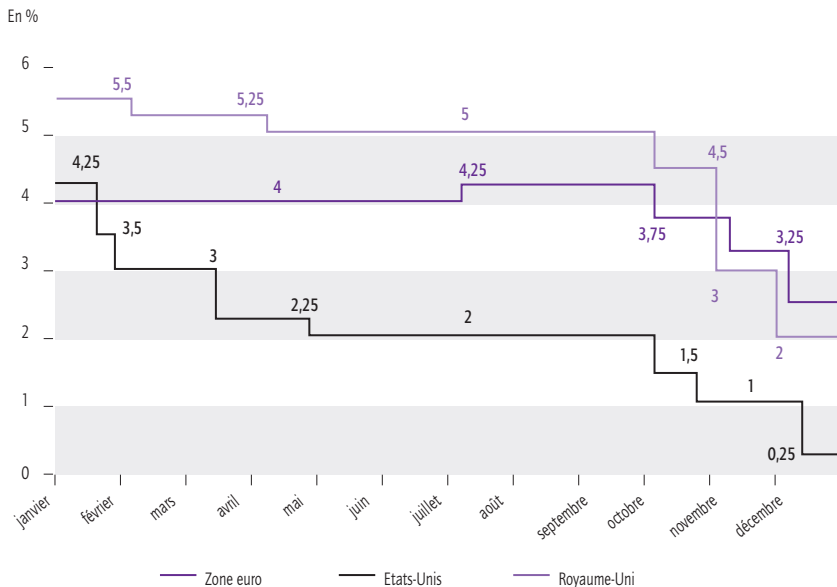
En dépit des orientations divergentes aux Etats-Unis et dans la zone euro, les taux des emprunts d'Etat ont connu une évolution similaire sur les deux continents, caractérisée par une hausse d'environ 100 points de base sur le premier semestre, mouvement qui doit être relié à l'accroissement des tensions inflationnistes au cours de cette période.

(1) A titre d'exemple, les prévisions de croissance mondiale annoncées par le FMI en novembre ont été ramenées à 2,2% pour l'année 2009 (5,1% pour les pays émergents et - 0,3% pour les pays avancés).

Graphique 1 : principaux taux d'intérêt directeurs (en %)

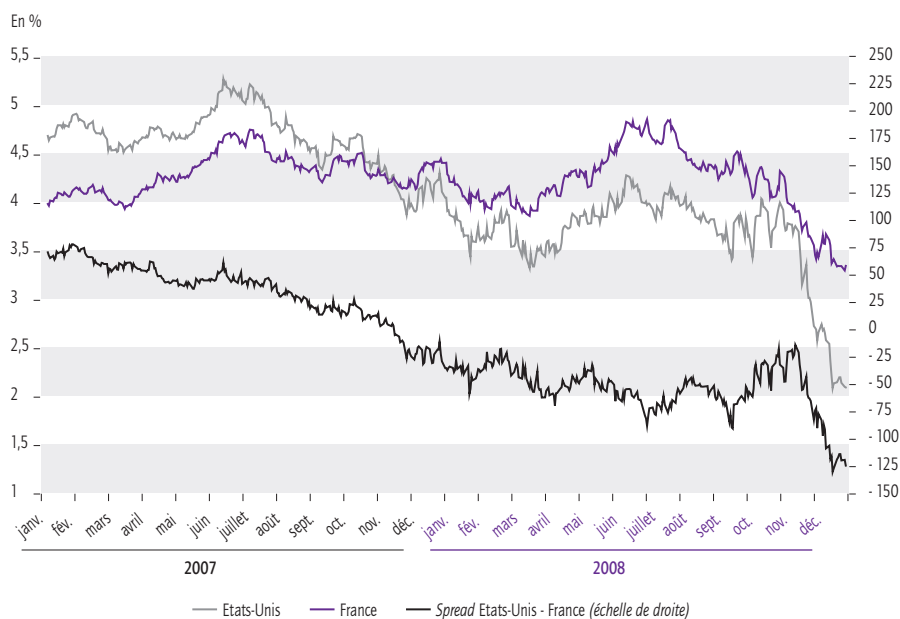


## Focus sur 2008



A partir de la fin du mois de juin, les marchés d'emprunts d'Etat ont tiré profit de réallocations de portefeuilles et d'un mouvement de fuite vers la qualité. Il en a résulté une rupture de la tendance haussière des taux longs et le passage à une phase baissière, plus ou moins marquée selon les zones (graphique 2).

**Graphique 2 : taux d'intérêt sur emprunts d'Etat à 10 ans (%) et spread Etats-Unis - France (points de base)**

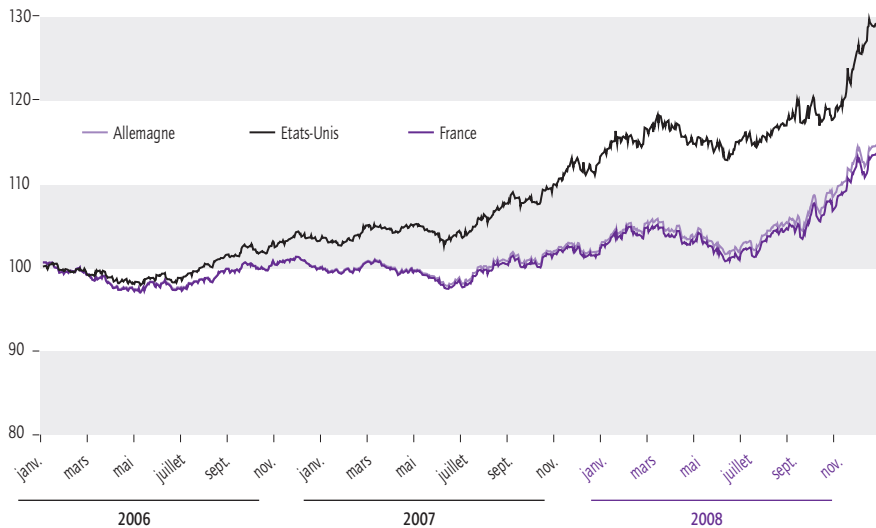


Source : Datastream

Les turbulences financières, loin de s'atténuer, ont au contraire repris de la vigueur en septembre, avec la faillite de Lehman Brothers, suscitant un nouveau mouvement de panique qui a alimenté les tensions sur le marché monétaire, en raison des réticences accrues des banques à se prêter entre elles. Face à une crise bancaire sans précédent, la plupart des banques centrales ont procédé à des injections massives de liquidités et ont assoupli considérablement leur politique monétaire. Les taux directeurs ont ainsi atteint fin 2008 des niveaux historiquement bas, soit 0,25% aux Etats-Unis, 1,5% au Royaume-Uni et 2% dans la zone euro.

Les marchés obligataires ont dès lors évolué en phase avec l'orientation des conjonctures et des politiques monétaires. Les taux d'intérêt à long terme sur emprunts d'Etat se sont ainsi sensiblement détendus pour atteindre aux Etats-Unis 2% à la fin de l'année (soit une correction de plus de 200 points de base depuis leur plus haut de l'été). Dans la zone euro, où les perspectives en matière de politique monétaire se présentaient différemment, le mouvement a été plus tardif mais de forte ampleur en fin d'année. En France, ils ont atteint 3,3% en fin d'année, soit une baisse de l'ordre de 150 points de base par rapport à la fin du mois de juin. Sur l'année, les indices obligataires souverains ont enregistré des performances record, de près de 15% aux Etats-Unis et de 12% en Allemagne et en France (graphique 3).

**Graphique 3 : performance comparée des indices obligataires  
Souverains (base 100 = 01/01/2006)**



Source : Bloomberg

## 2 > Les principales caractéristiques de la crise

### a) Une crise de liquidité de grande ampleur et les réactions des pouvoirs publics

La liquidité de marché a été sévèrement perturbée à plusieurs reprises depuis l'éclatement de la crise du *subprime* à l'été 2007. Au départ cantonnée aux Etats-Unis et à certains compartiments du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs (*asset-backed commercial paper* – ABCP), cette crise de liquidité s'est très rapidement diffusée au « cœur » même du système financier, à savoir les marchés interbancaires, à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers et de la reprise par l'Etat des deux agences fédérales, Fannie Mae et Freddie Mac, et du premier assureur mondial, AIG. A l'origine de la crise, on trouve la baisse forte et brutale de la valeur des actifs utilisés en garantie et la vente forcée du *commercial paper* émis par Lehman Brothers, qui a entraîné la faillite de nombreux fonds. La crainte que d'autres fonds monétaires ne fassent faillite a alors engendré un mouvement de défiance généralisée et des demandes massives de remboursement de la part des investisseurs. Les fonds ont alors été contraints de vendre leurs actifs, parfois même ceux de bonne qualité, sur des marchés peu liquides, dans un contexte où le recours à l'effet de levier, qui avait constitué un soutien notable au marché du crédit ces dernières années, s'est fortement amenuisé. Les écarts de crédit sur ces marchés de court terme ont atteint des niveaux inégalés au début du mois d'octobre, lorsque les prêteurs ont commencé à mettre en doute la capacité de remboursement de leurs contreparties. Les opérations à plus d'un jour se sont alors raréfiées sur les marchés interbancaires de nombreux pays. Au plus fort de la crise, l'indicateur de risque sur le marché européen, mesuré par l'écart

1

2

3

4

5

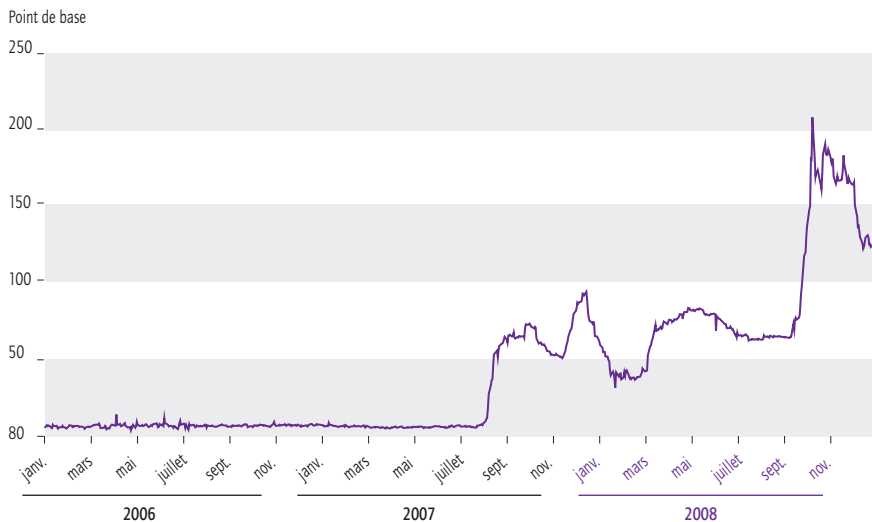
6

7

8

entre l'Euribor 3 mois et le taux de *swap* indexé sur l'Eonia<sup>(2)</sup>, a été multiplié en quelques semaines par 3 passant de 60 à plus de 200 points de base, la déconnexion entre ces deux taux mesurant la chute de confiance sur les marchés interbancaires européens (graphique 4).

**Graphique 4 : écarts entre l'Euribor 3 mois et le taux de *swap* indexé sur l'Eonia**



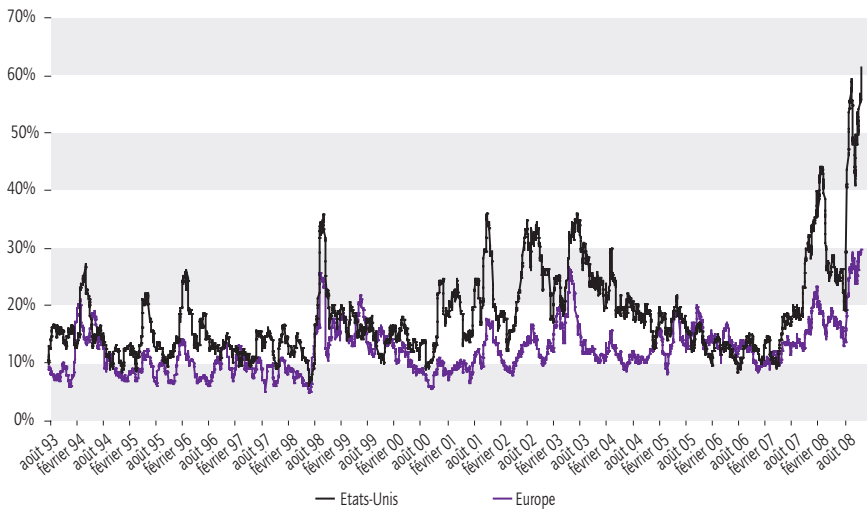
Source : Bloomberg

Dans ce contexte exceptionnel de crise, on a assisté à un changement sensible des politiques publiques vis-à-vis des institutions financières. D'un côté, les banques centrales ont procédé, de manière concertée, à un ajustement significatif des cadres opérationnels de la politique monétaire pour garantir le financement de l'économie, notamment par la mise en œuvre d'un allongement des maturités auxquelles elles allouent des liquidités, par un élargissement des contreparties, avec une évolution particulièrement notable aux Etats-Unis où les banques d'investissement ont maintenant accès à la facilité de prêt de la Fed et, enfin, par une plus grande coordination entre les banques centrales qui comprend également la signature d'accords de *swap* entre banques centrales. De l'autre côté, les pouvoirs publics ont contribué au refinancement à plus long terme des banques et par là de l'économie par l'octroi de garantie et ont mis en place des plans de recapitalisation pour renforcer les fonds propres des institutions et ainsi garantir leur solvabilité.

(2) Son homologue américain, le TED *spread*, qui mesure la différence entre le taux sans risque et le Libor, a été multiplié par 5 sur la même période.

Malgré ces interventions massives, les incertitudes des principaux intervenants sur les marchés sont restées fortes, comme l'illustre l'évolution de la volatilité historique du marché obligataire qui a atteint des niveaux record dans la zone euro comme aux Etats-Unis (graphique 5).

Graphique 5 : volatilité historique sur les marchés de taux (en %)



Source : Datastream

## b) Une forte dégradation de la qualité du crédit au niveau mondial, s'aggravant en fin d'année

Situées encore à des niveaux relativement faibles fin 2007, les primes de risque sur le marché obligataire *corporate* ont été brutalement réévaluées, au moment de la faillite de Lehman Brothers, sur l'ensemble des compartiments du marché quel que soit leur niveau de risque. De l'ordre 150 points de base à la fin décembre 2007, les *spreads* AAA et BBB ont avoisiné des niveaux record de respectivement 260 et 450 points de base à la mi-octobre.

1

2

3

4

5

6

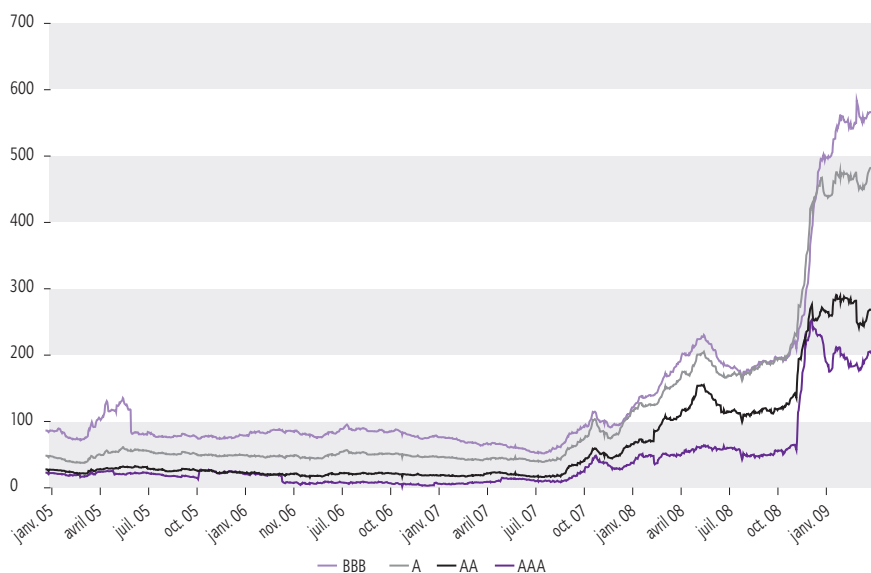
7

8



Toutefois, les semaines qui ont suivi se sont traduites par des évolutions assez contrastées : alors que les *spreads* des *corporate* BBB, les plus mal notés, ont poursuivi un mouvement de hausse pour atteindre des niveaux très élevés de 580 points de base, les *spreads* des *corporate* les mieux notées ont enregistré un mouvement de baisse assez net, traduisant un retour des investisseurs vers un comportement de discrimination du risque. C'est tout particulièrement le cas pour les tranches AAA dont les *spreads* sont revenus sous le seuil des 200 points de base en fin d'année. L'élargissement brutal des *spreads* et leur maintien à un niveau durablement élevé ont été particulièrement marqués pour le secteur financier, reflétant ainsi les graves tensions observées sur les marchés, notamment après l'annonce du défaut de la banque Lehman Brothers, et traduisant l'incertitude quant à l'ampleur et à la distribution des pertes des institutions financières (page 36). En 2008, les *spreads* des obligations de sociétés financières notées AAA et BBB se sont inscrits en hausse respectivement de plus de 200 et 1 570 points de base, contre 125 et 460 points de base pour les sociétés non financières (graphique 6).

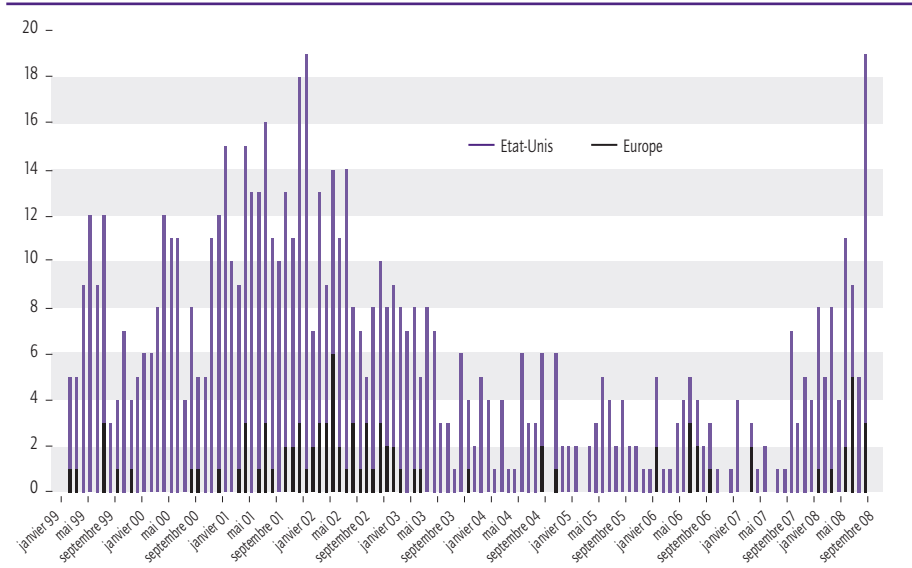
Graphique 6 : indice Iboxx des *spreads* de crédit en Europe depuis janvier 2005



Source : Datastream

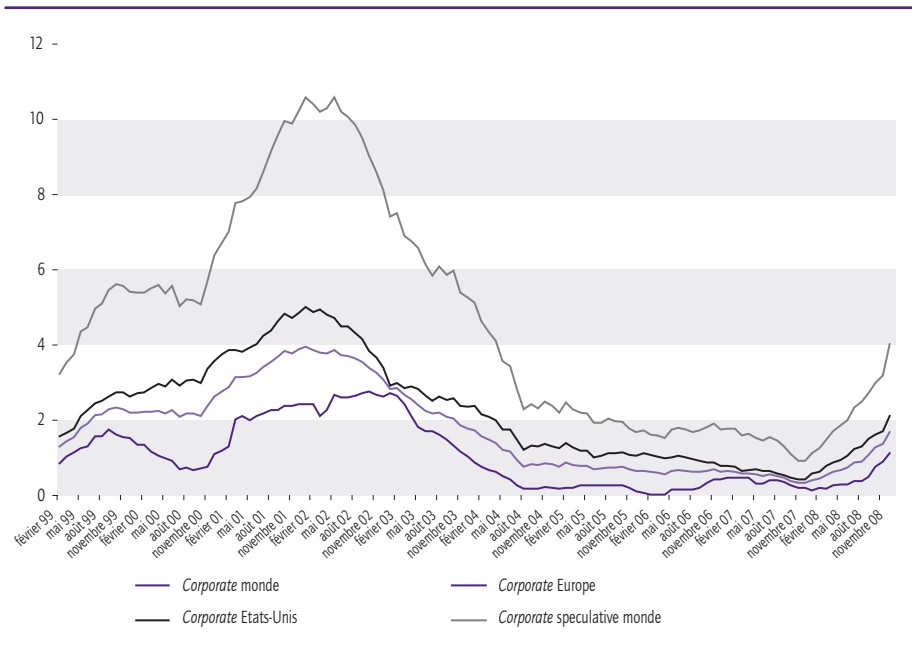
Encore jugée satisfaisante en 2007, la qualité du crédit, mesurée par l'évolution des taux de défaut et les révisions de notation par les agences, s'est détériorée en 2008 aux Etats-Unis comme en Europe, notamment en fin d'année. Ainsi, le nombre de défauts au niveau mondial s'est établi à 104 en 2008, contre 18 sur l'ensemble de l'année 2007 (graphique 7). Au cours de la même période, les montants des défauts ont explosé, atteignant 226 milliards de dollars (dont 147 concernant le défaut de Lehman Brothers) contre 6 milliards de dollars en 2007. Le taux de défaut des *high yield*, après un plus bas historique de 0,12% atteint en janvier 2008, s'est brusquement redressé pour atteindre 4,01% en fin d'année 2008 (graphique 8).

Graphique 7 : nombre de défauts d'émetteurs européens et américains



Sources : Datastream, Moody's

Graphique 8 : taux de défaut (%)



Sources : Datastream, Moody's

1

2

3

4

5

6

7

8

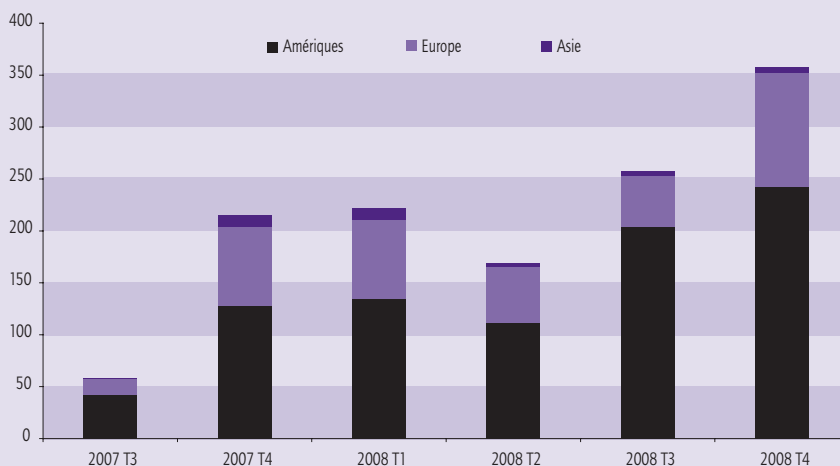
## Bilan provisoire des pertes du secteur bancaire et financier : 1 000 milliards de dollars de dépréciations et pertes sur crédit enregistrées en 2008

Au niveau mondial, le montant total des dépréciations et pertes sur crédits enregistrées entre le 3<sup>e</sup> trimestre 2007 et la fin de l'année 2008 s'élève à près de 1 300 milliards de dollars dont 1 000 milliards de dollars sur la seule année 2008, avec un pic au 4<sup>e</sup> trimestre. Près de 69% des pertes et dépréciations sont concentrées aux Etats-Unis, 29% en Europe, dont une bonne partie en Suisse et au Royaume-Uni, tandis que les 2% restant concernent les pays d'Asie. Aux Etats-Unis près de 700 milliards de dollars de pertes ont été enregistrées en 2008 dont 200 milliards imputables à plusieurs établissements financiers qui n'avaient pas encore subi de fortes dépréciations comme AIG (68 milliards de dollars), Freddie Mac (69 milliards de dollars) ou Fannie Mae (62 milliards de dollars).

Les banques américaines demeurent durablement et plus fortement touchées par la crise récente mais leurs homologues européennes sont depuis 2008 à leur tour affectées par les turbulences financières à l'instar des banques anglaises et suisses.

Wachovia, avec 101,9 milliards de dollars (dont 49,9 milliards de dollars au cours du 4<sup>e</sup> trimestre), est passée en tête du classement des banques les plus touchées par la crise, suivie de près par Citigroup avec 101,8 milliards de dollars de pertes enregistrées. Les établissements bancaires français arrivent en 21<sup>e</sup> position pour la Société Générale avec 8,5 milliards de dollars de pertes et dépréciations, suivie par Natixis (24<sup>e</sup> position), Crédit Agricole (25<sup>e</sup> position) et BNP (29<sup>e</sup> position). En outre, face à l'aggravation de la crise, le FMI a révisé, début 2009, à la hausse ses prévisions de pertes potentielles, à 2 810 milliards de dollars pour l'ensemble du secteur bancaire.

### Dépréciations et pertes sur crédits du secteur financier (y compris les assureurs) entre le 3<sup>e</sup> trimestre 2007 et le 4<sup>e</sup> trimestre 2008 (en milliards de dollars)

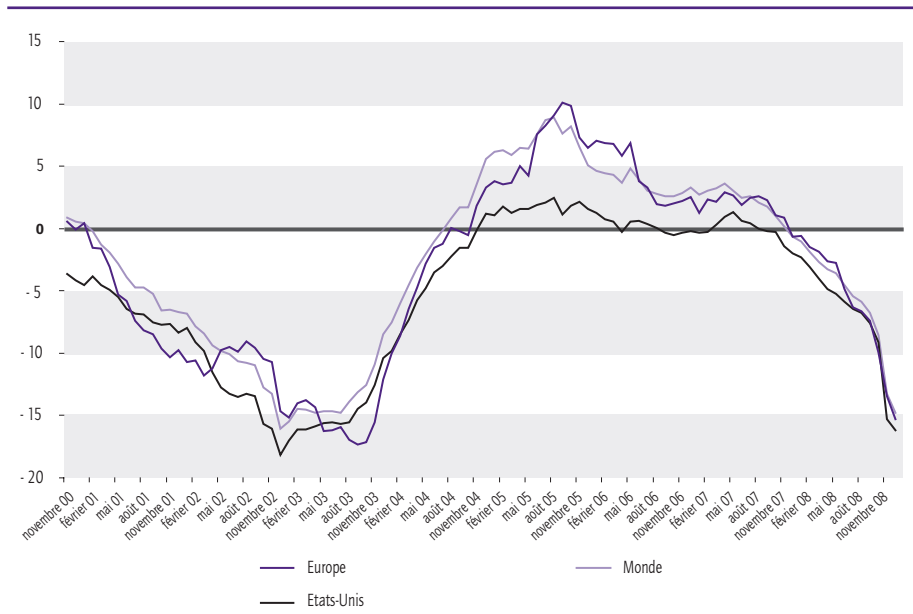


Source : Bloomberg

Pour faire face à ces fortes dépréciations, les banques les plus affectées ont été contraintes de lever des capitaux pour améliorer leurs *ratios* de solvabilité. Le montant global des levées de capitaux observées entre le 3<sup>e</sup> trimestre 2007 et fin 2008 atteint 900 milliards de dollars au niveau mondial, dont 523 milliards pour les Etats-Unis et 327 milliards pour les pays d'Europe. 40% des montants de capitaux ont été levés au 4<sup>e</sup> trimestre 2008. Début 2009, les nouveaux capitaux propres ont permis de compenser près de 85% des dépréciations enregistrées. Aux Etats-Unis, 70% des dépréciations sont couvertes par ces levées de fonds tandis qu'en Europe ces recapitalisations couvrent en totalité les dépréciations subies. Par ailleurs, des disparités sont observées au niveau des établissements et sont en partie expliquées par les plans de sauvetage mis en œuvre pour chaque établissement.

Cette dégradation de la qualité du crédit à partir de la fin 2007 trouve également une illustration dans les révisions de notations des agences. Depuis le quatrième trimestre 2007, les abaissements de notation sont devenus plus nombreux que les rehaussements, ce qui ne s'était pas produit depuis l'été 2004, ce mouvement s'amplifiant tout au long de l'année 2008. Dans le cas des institutions financières, les dégradations de note – ou leur anticipation par le marché – ont pu, du fait de leur impact pour ces sociétés, notamment en termes d'appels de marge, contribuer à alimenter la crise de liquidité (graphique 9).

**Graphique 9 : rehaussements de notes, nets des dégradations, rapportés au nombre de sociétés notées (*rating drift*)**



Sources : Datastream ; Moody's

1

2

3

4

5

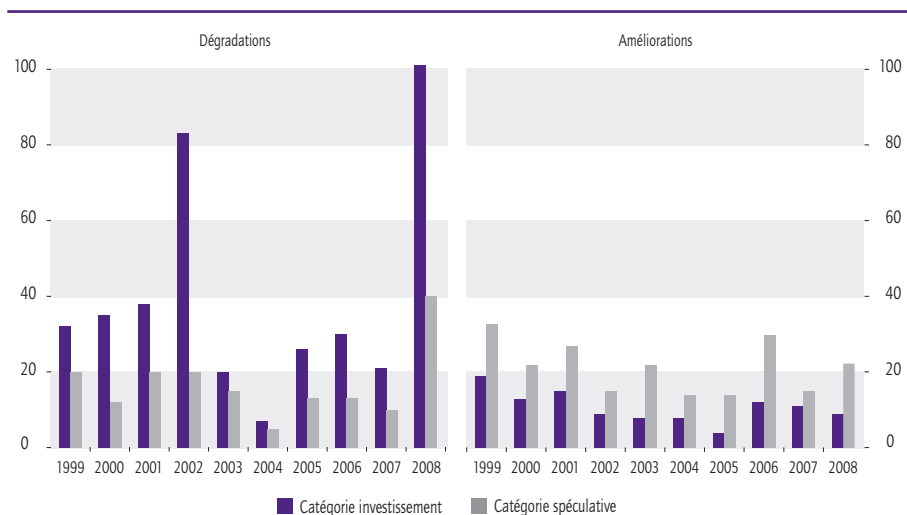
6

7

8

En France, une tendance similaire est observée avec une forte dégradation de la qualité du crédit à partir du 3<sup>e</sup> trimestre 2008, notamment 60% des dégradations étant concentrées dans le secteur bancaire (graphique 10).

**Graphique 10 : évolution du nombre de dégradations et de rehaussements (y compris perspectives) sur le marché français par catégorie de notation**



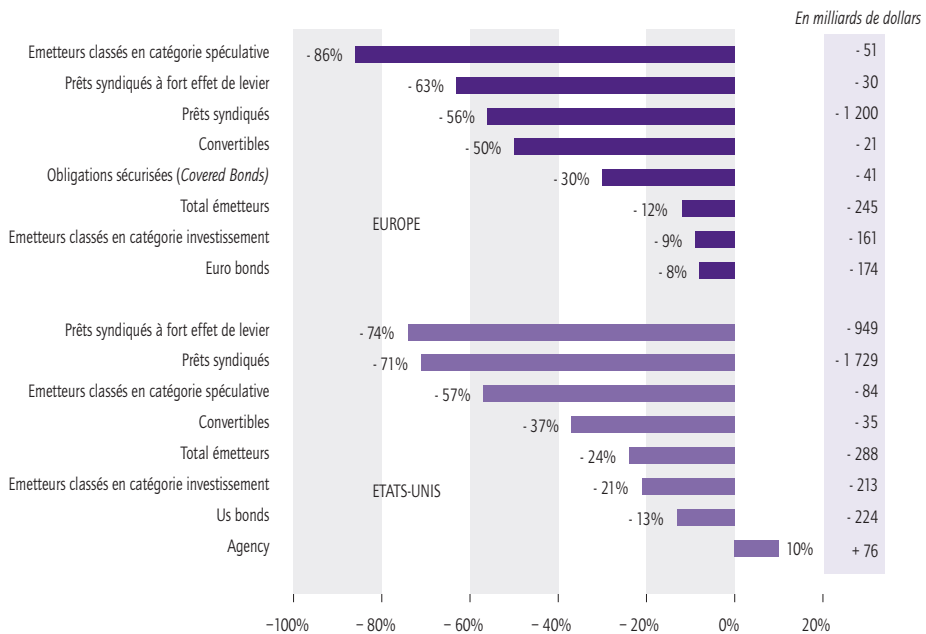
Source : Bloomberg, calculs AMF

## B – Dans cette situation caractérisée par une forte sensibilité des investisseurs au risque de crédit, certains segments du marché primaire ont subi une forte baisse des volumes émis

Les évolutions du marché du crédit en 2008 reflètent un vaste mouvement de correction des tendances passées notamment sur le segment des produits structurés, et en conséquence une sélectivité accrue de la part des investisseurs dans un contexte de crise financière, de baisse des taux et d'augmentation de la volatilité. Tandis que la demande s'est massivement reportée vers les actifs les moins risqués, on a assisté dans le même temps à un ralentissement général de l'offre de crédit. Si les émissions d'emprunts souverains ont été soutenues au cours du second semestre par les plans de relance, dans le même temps, au sein de l'offre de crédit privé, on assiste à une forte sélectivité en faveur des titres moins risqués.

Le segment du *high yield* a été le plus touché par la crise avec des baisses respectives de plus de 80% et 50% des émissions en Europe et aux Etats-Unis. Dans ce derniers pays, aucune opération n'a été enregistrée au cours du 4<sup>e</sup> trimestre. Par ailleurs, les émissions de convertibles ont également subi une forte correction de plus de 50% tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Celle-ci est essentiellement liée à un environnement boursier non porteur pour ces titres. Enfin, le marché des emprunts syndiqués a été lourdement touché par la crise bancaire et des replis record de 60% ont été enregistrés sur ces marchés, notamment sur le compartiment *high yield* aux Etats-Unis comme en Europe (graphique 11).

**Graphique 11 : variation 2008/2007 des émissions par segment d'activité en Europe et aux Etats-Unis (en milliards de dollars et en %)**



Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

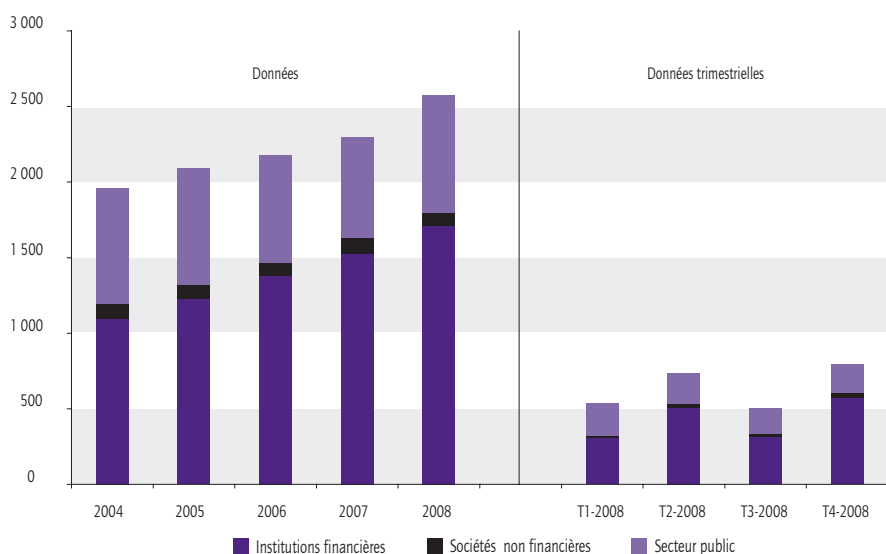
6

7

8

En 2008, les agents résidents dans la zone euro ont émis 2 570 milliards d'euros de titres de dette à long terme, soit une hausse de 12% sur un an, malgré des coûts de financement en hausse, notamment pour les banques et les sociétés industrielles. Les institutions financières ont contribué à hauteur de 1 700 milliards d'euros, devant le secteur public<sup>(3)</sup> (773 milliards d'euros). Les entreprises non financières ont joué cette année encore un rôle très modeste, leurs émissions s'établissant à seulement 90 milliards d'euros (graphique 12). Cette évolution résulte à la fois du moindre besoin de financement externe en raison du ralentissement de l'activité économique et du renchérissement des émissions, compte tenu de la révision à la baisse de la notation de nombreux émetteurs européens. En ce qui concerne tant les encours que les émissions, c'est le secteur public qui a le mieux tiré profit du contexte de baisse des taux en 2008. La croissance annuelle de l'encours total de titres de créance émis par les secteurs publics européens reste sur sa tendance de long terme, reflétant l'accroissement des besoins de financement du secteur public.

**Graphique 12 : émissions brutes de titres de dette de long terme dans la zone euro (milliards d'euros)**

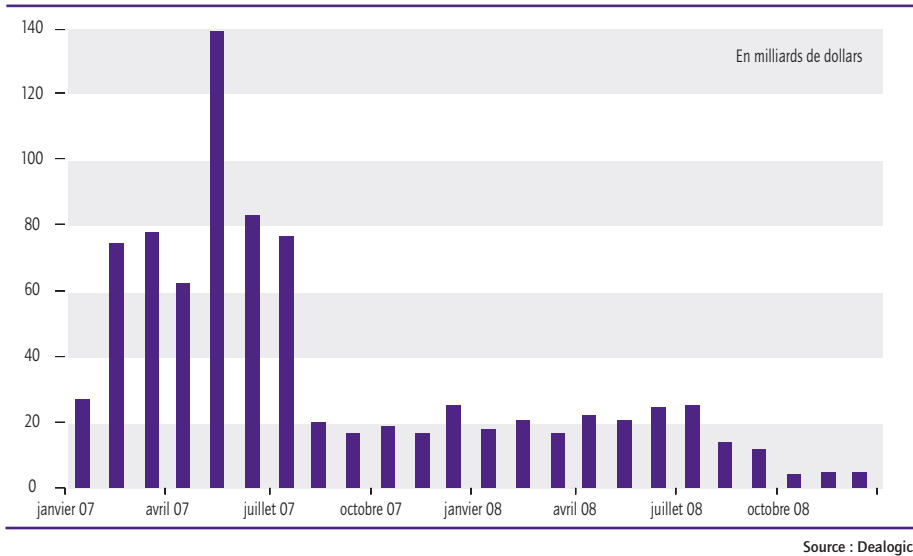


Source : Banque centrale européenne

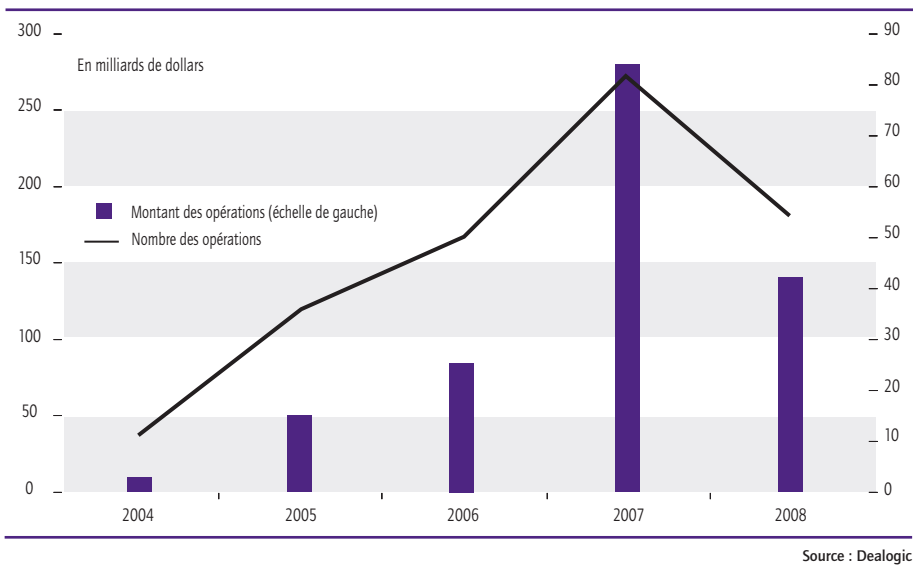
Une fois les remboursements pris en compte, le secteur financier reste le premier emprunteur net de capitaux sur le marché obligataire avec 1 200 milliards d'euros. On note cependant que la résistance de l'activité d'émission semble être liée à une augmentation des placements privés, en vue certainement d'utiliser ces titres comme garantie pour se refinancer dans le cadre d'opérations de pension. En revanche, l'activité du marché de la dette LBO – celle qui finance les acquisitions des fonds d'investissement – s'est effondrée avec des montants en baisse de 78% atteignant au niveau mondial moins de 220 milliards de dollars<sup>(4)</sup>. Avec la sortie de grandes banques européennes et anglo-saxonnes du marché, un nombre record d'opérations notamment de grandes tailles ont été reportées ou annulées, 58 au total pour un montant de 132 milliards de dollars (graphique 13).

(3) Le secteur public comprend les administrations publiques centrales, les administrations publiques locales et les administrations de sécurité sociale.  
(4) Source : Dealogic.

Graphique 13 : le marché du LBO au niveau mondial – Transactions réalisées



Graphique 13 bis : le marché du LBO au niveau mondial – Transactions annulées



Ce fort repli du marché s'est conjugué à une sélectivité des opérations, les intervenants recherchant des actifs de bonne qualité dans un contexte où les banques sont plus réticentes à financer les opérations et où la syndication bancaire devient de plus en plus difficile.

L'activité de titrisation a pour sa part ralenti dès l'éclatement de la crise du *subprime*. Dans un contexte de remontée importante de l'aversion au risque des investisseurs, ces derniers se sont massivement détournés de l'ensemble des produits de titrisation, et le fléchissement de l'activité sur le marché primaire observé à partir du second semestre 2007 s'est amplifié tout au long de l'année 2008 : les émissions au niveau mondial ont avoisiné 1 000 milliards d'euros, contre plus de 3 000 milliards d'euros en 2007 (soit une baisse de 66% sur un an).

1

2

3

4

5

6

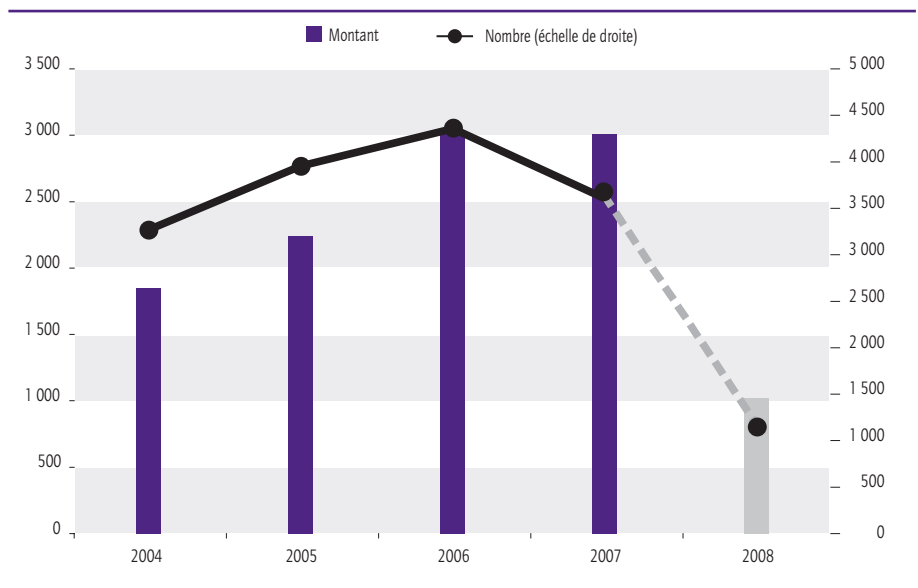
7

8



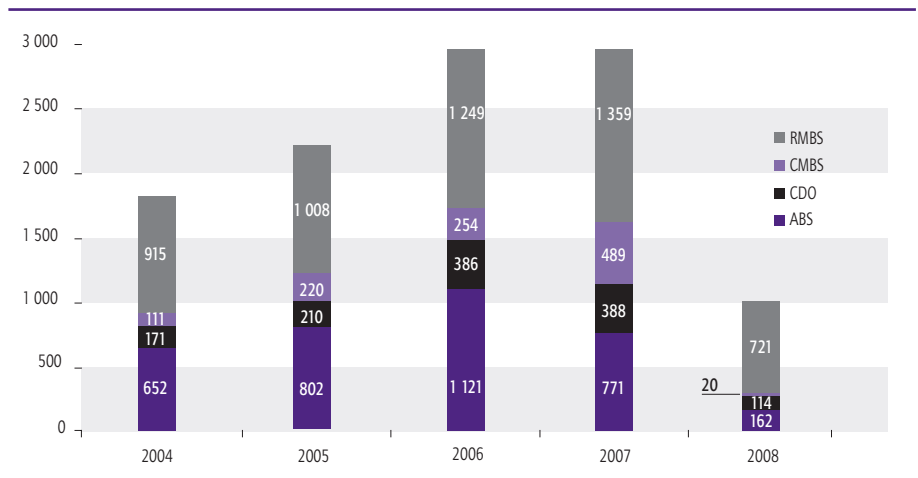
Si le ralentissement de l'activité a touché tous les types opérations, il a particulièrement affecté les *asset back securities* (ABS) et les *collateralized debt obligations* (CDO). Pour l'essentiel, ces émissions se sont concentrées sur le segment des *residential mortgage backed securities* (RMBS) qui a totalisé 720 milliards d'euros d'émissions. L'activité du segment des CDO s'est pour sa part fortement ralentie, puisque les émissions de ce type de titres n'ont pas excédé 114 milliards d'euros, contre près de 350 milliards d'euros au cours de l'année précédente (graphiques 14 et 15).

**Graphique 14 : opérations de financement structuré dans le monde, émissions en milliards d'euros**



Source : Bloomberg

**Graphique 15 : répartition des opérations de financement structuré par type de produits au niveau mondial**

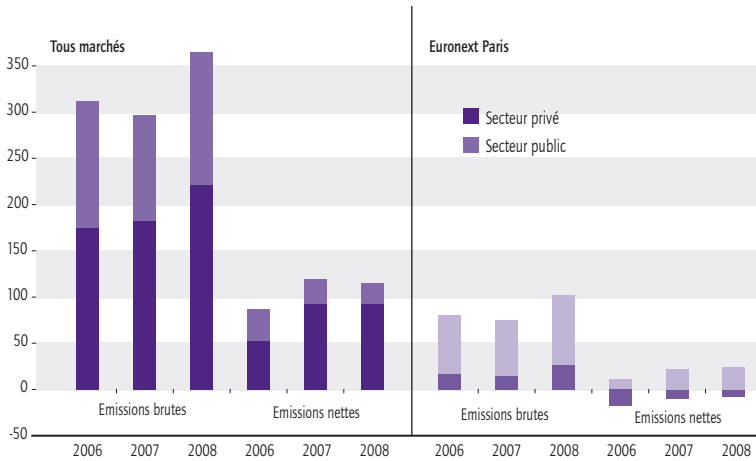


Source : Bloomberg

## C – Une offre des émetteurs français globalement dynamique

En 2008, l'encours de la dette des résidents français a légèrement augmenté (+ 7,6%) pour atteindre 2 000 milliards d'euros. Cette hausse s'explique notamment par des émissions brutes en forte augmentation de 22% soutenues en particulier par la première opération de la Société de financement de l'économie française (SFEF) de 5 milliards d'euros, dans un contexte où les remboursements des emprunts demeurent élevés (+ 24%). S'agissant plus particulièrement des émissions nettes de sociétés non financières résidentes, elles sont apparues en forte hausse de 200% (passant de 3,3 milliards d'euros à près de 10 milliards d'euros), malgré des remboursements de dette également en hausse de 36% (graphique 16). Ces chiffres sont en partie expliqués par le succès de certaines opérations de grande taille réalisées en fin d'année, dont l'émission de 1,9 milliard d'euros de GDF-Suez ou celle d'EDF de 2 milliards d'euros. La défiance des investisseurs pour le crédit les a conduits à plus de sélectivité dans les titres. Ils se sont donc intéressés aux émetteurs évoluant dans des secteurs d'activité stables et prévisibles, comme les services aux collectivités et le secteur de l'énergie. Ces secteurs sont à l'origine de près d'un tiers des émissions non financières en France en 2008.

Graphique 16 : émissions obligataires des résidents français



Source : Banque de France

1

2

3

4

5

6

7

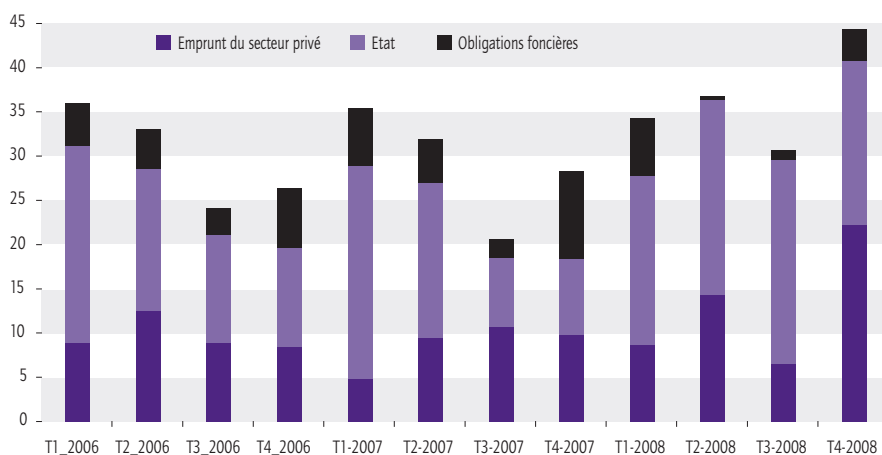
8

## 1 > Un nouvel attrait du marché parisien soutenu par de grosses opérations en fin d'année

Soutenue par des émissions importantes en fin de période dans un contexte de fuite vers la qualité (*flight to quality*), l'activité sur le marché primaire parisien s'est raffermie, en 2008. A l'inverse des années précédentes, le montant total des émissions cotées sur Euronext Paris a en effet avoisiné 136 milliards d'euros en 2008, en hausse de 16%, loin encore cependant du niveau atteint en 2005 de 162 milliards d'euros (graphique 17). Cette hausse est largement imputable au quasi-triplement des émissions du secteur privé à 32 milliards d'euros en 2008 (contre 11 milliards d'euros en 2007). Parallèlement, la part relative de l'Etat augmente également passant à 75 milliards d'euros (+ 12% en 2008), la part du secteur semi-public<sup>(5)</sup> s'étant stabilisée à 14 milliards d'euros. Seul le secteur des obligations foncières, titres de dette sécurisés, diminue fortement de 51% à 11,3 milliards d'euros. Ce segment a été particulièrement affecté par la crise de confiance dans les actifs immobiliers et par la délocalisation des émissions vers d'autres places financières européennes.

Compte tenu des remboursements intervenus en cours d'année, les émissions nettes des seuls résidents français sur Euronext Paris se sont stabilisées à 16,7 milliards d'euros en 2008, selon la Banque de France. Seul le segment de l'Etat est emprunteur net de capitaux sur le marché parisien avec près de 24,4 milliards d'euros d'émissions. S'agissant des émissions des sociétés non financières résidentes, elles demeurent en forte diminution, et ce pour la cinquième année consécutive, à - 12,2 milliards d'euros en 2008.

Graphique 17 : montant des émissions cotées sur Euronext Paris (en milliards d'euros)

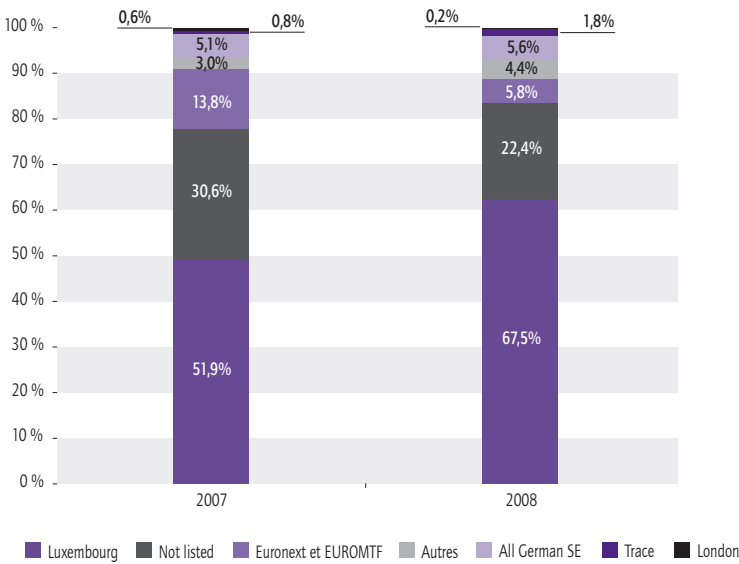


Source : Euronext

(5) Sont considérées dans ce secteur les collectivités locales et les entreprises comme la Caisse des dépôts et consignations (CDC), la Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES) ou la Société de financement de l'économie française (SFEF).

Au-delà d'un désendettement, cet important recul de l'activité du secteur privé sur le marché primaire témoigne de la poursuite de la tendance à la délocalisation des émissions des résidents français vers d'autres places financières, notamment la Bourse du Luxembourg. Seules 18% des émissions réalisées par des sociétés françaises sont cotées sur un des marchés d'Euronext, contre encore plus d'un tiers en 2007 (graphique 18).

**Graphique 18 : répartition des émissions des sociétés françaises par lieu d'émission**



Source : Bloomberg, calcul AMF

Au Luxembourg, la quasi-totalité des lignes de cotation concernent des émetteurs non résidents (tableau 1). Sur ce marché, la tendance à la délocalisation se poursuit depuis deux ans. Fin 2008, 75 émetteurs français privés offraient toujours une ligne de cotation au Luxembourg (contre 136 et 98 respectivement en 2007 et 2006)<sup>(6)</sup>. Plus de la moitié d'entre eux ont émis au moins un nouvel emprunt sur ce marché en 2008 pour un montant total de 485 milliards d'euros.

Concernant les programmes d'émissions EMTN (*Euro Medium Term Notes*), 486 y ont été ouverts contre 489 en 2007. Parmi eux, 74 programmes ont été ouverts par 68 émetteurs français<sup>(7)</sup>. Il convient néanmoins de noter l'important contraste, s'agissant de la Bourse de Luxembourg, entre le dynamisme du marché primaire et le faible développement du marché secondaire.

(6) Le nombre total de lignes de cotation de ces émetteurs s'élevait fin 2008 à 4 669 lignes de cotation d'obligations. Parmi ces émetteurs figuraient notamment les grandes banques françaises (BNP Paribas, SG option Europe, Calyon, Natixis, Compagnie de financement foncier, Exane Finance) mais aussi des sociétés industrielles (France Télécom, Réseau ferré de France, Renault, Carrefour, Lafarge, Rhodia, Danone ou encore Veolia environnement).

(7) Ces programmes, qui viennent à échéance en 2009, portent sur un montant maximum de 1 471 milliards d'euros.

**Tableau 1 : nombre de lignes obligataires sur les principales places européennes à fin 2008**

Bourse	Total	Nombre de lignes de cotation			Variation sur un an
		Domestiques privées	Domestiques publiques	Etrangères	
Luxembourg SE	32 933	0	1	32 932	5%
Irish SE	25 087	6 873	26	18 188	3%
Deutsche Börse	25 045	10 957	1 654	12 434	- 4%
London SE	15 519	8 903	121	6 495	6%
BME Spanish Exchanges	5 128	4 665	432	31	7%
OMX Nordic Exchange	5 068	4 412	323	333	5%
Euronext	4 044	0	341	3 703	27%
Euronext Paris	2 263	-	-	-	77%
Wiener Börse	3 535	3 024	198	313	13%
Swiss Exchange	1 350	366	105	879	1%

Source : World Exchange Federation

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement aux opérations sur titres de créances visées par l'AMF, la tendance à la diminution du nombre de visas se poursuit depuis la mise en place du passeport européen issu de la transposition de la directive Prospectus<sup>(8)</sup> avec 57 visas délivrés contre 83 et 130 respectivement en 2007 et 2006. En montant, les seules émissions de titres de créances visées se sont élevées à 16,6 milliards d'euros (dont 712 millions de titres convertibles) contre 15,8 milliards d'euros en 2007. Cette augmentation des montants est liée à quelques opérations importantes. La diminution du nombre de visas est en partie compensée par le nombre de programmes EMTN visés par l'AMF : en 2008, 15 programmes EMTN (contre 17 en 2007) ont été visés pour un montant maximum d'émissions de 375 milliards d'euros (contre 343 milliards d'euros en 2007) dont 175 milliards concernant des émissions de bons d'option et de certificats.

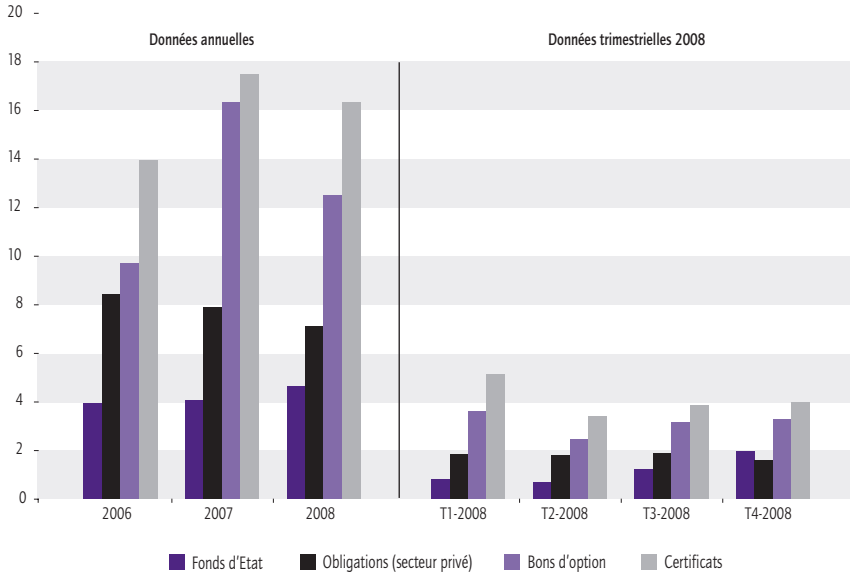
Concernant les bons d'option (warrants), la baisse tendancielle du nombre de visas s'est fortement accentuée. En 2008, aucun visa n'a été enregistré, la totalité de ces produits faisant désormais l'objet de programmes d'émission. Seules deux émissions de certificats ont été visées cette année, pour un montant avoisinant les 50 millions d'euros, alors qu'aucune émission n'avait été visée en 2007 par l'AMF. Parallèlement, le nombre de bons d'option et de certificats cotés sur Euronext Paris a progressé, passant de 8 573 (dont 7 461 bons d'option) à 9 250 (dont 7 831 bons d'option) entre 2007 et 2008.

## 2 > Un marché secondaire qui demeure atone sur Euronext

A l'inverse de l'année 2007, la crise aura finalement bénéficié aux valeurs refuges comme les fonds d'Etat cotés sur Euronext. Sur le marché secondaire, seule l'activité sur le marché des fonds d'Etat enregistre une hausse annuelle de 14,7%. En revanche, les transactions se sont fortement infléchies sur le marché des obligations privées qui poursuivent leur recul tendanciel (- 10%) pour atteindre 7 milliards d'euros en 2008. La crise financière a eu d'importantes répercussions sur les transactions des bons d'option (warrants) qui se sont inscrites en forte baisse (- 24%), à un niveau néanmoins supérieur à celui atteint en 2006. Les certificats ont connu une évolution similaire avec une baisse de 7% (graphique 19).

(8) La directive Prospectus (directive 2003/71/CE) permet aux émetteurs de procéder à une offre ou à une demande d'admission d'instruments financiers sur la base d'un seul et même prospectus dans l'ensemble de l'Espace économique européen sans avoir à obtenir de nouvelle autorisation de la part de l'autorité de régulation du pays d'accueil.

## Graphique 19 : les montants échangés sur Euronext en milliards d'euros



Source : Euronext

Sur Euronext Paris, les volumes échangés sur les produits obligataires se sont contractés de 16% pour s'établir à 17 milliards d'euros après une forte hausse des volumes observée en 2007. Tous les segments sont affectés par la crise, malgré une forte volatilité des marchés de taux, notamment le volume d'activité des fonds d'Etat (- 50%) et du segment des obligations privées (- 20%).

Ces données ne sont néanmoins pas représentatives de l'ensemble du marché secondaire, essentiellement constitué d'opérations de gré à gré. En particulier, elles ne rendent pas compte des transactions passant par des plates-formes. Si l'on s'intéresse aux marchés de gré à gré, les montants échangés sur les titres de créance à moyen et long termes d'émetteurs privés ont cependant connu en 2008 une évolution similaire à celle des volumes échangés sur Euronext Paris, puisqu'ils se sont repliés de près de 17% à 114 milliards d'euros, contre 137 milliards d'euros en 2007<sup>(9)</sup>.

(9) Ces statistiques sont issues de données Euroclear et sont donc calculées sur des flux qui peuvent parfois être compensés. Par ailleurs, elles ne comprennent pas les transactions pour lesquelles les titres sont déposés chez Clearstream.

## 2 > Les marchés d'actions

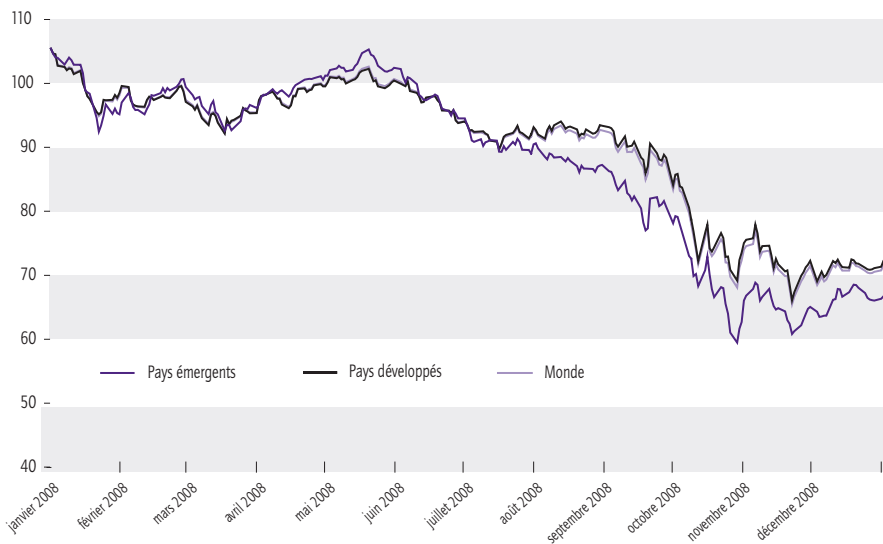
La crise du *subprime* a eu des répercussions majeures sur les marchés d'actions en 2008. Celles-ci se sont caractérisées par des replis historiques des principaux indices boursiers, dont la volatilité a atteint des niveaux record, ainsi que par un recul de l'activité, notamment sur le marché des fusions acquisitions et des introductions en bourse. Dans le même temps, les émissions d'actions de sociétés cotées sont restées dynamiques, mais ce mouvement s'explique en grande partie par les opérations de recapitalisation de grande ampleur des institutions financières.

### A > Les indices boursiers ont enregistré des replis historiques

#### 1 > Les grandes phases de l'année 2008

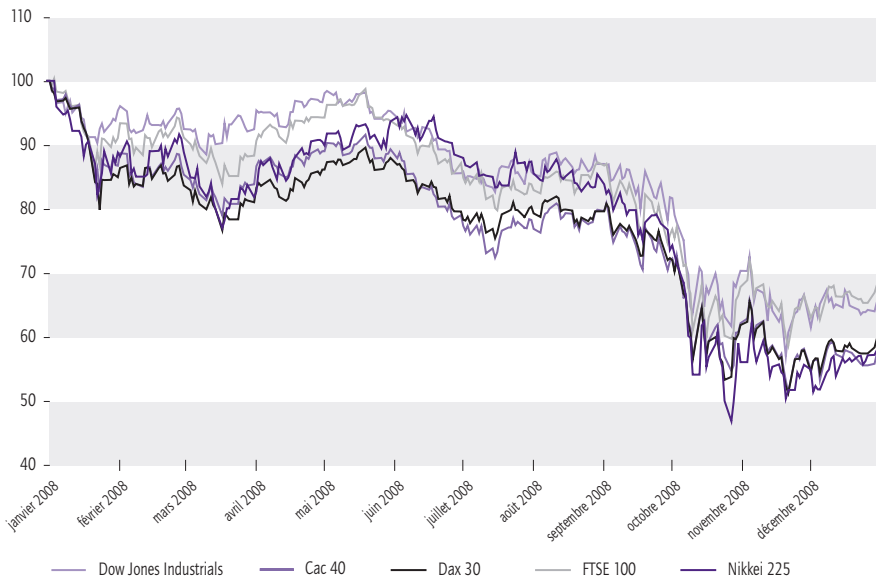
Dans le sillage du second semestre 2007 et de l'éclatement de la crise du *subprime*, les indices boursiers ont été orientés en forte baisse tout au long de l'année 2008. Mesurée par les indices *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* exprimés en monnaies locales, leur valorisation au niveau mondial a enregistré un recul de 40% (graphique 20).

**Graphique 20 : évolution des indices MSCI exprimés en monnaies locales en 2008**



Source : Thomson Financial

## Graphique 21 : évolution des principaux indices boursiers en 2008



Source : Datastream

Trois grandes phases peuvent être distinguées.

Les principaux indices boursiers se sont inscrits en forte baisse dès le premier trimestre 2008. Les craintes d'une crise systémique dans le secteur bancaire, avec le défaut de la banque d'affaires américaine Bear Stearns et la nationalisation de la banque britannique Northern Rock, conjuguées aux anticipations d'une entrée en récession de l'économie américaine ont alors fortement pesé sur les valorisations boursières. A la mi-mars 2008, l'indice Dow Jones Industriels reculait ainsi de 17% par rapport à la fin 2007 (graphique 21). Les valeurs européennes sont apparues particulièrement mal orientées, avec des baisses de l'ordre de 16%, voire de 22% pour le CAC40 ou le DJ Euro Stoxx 50.

Après une courte période de rebond, permise par l'orientation très accommodante de la politique monétaire américaine et la résistance de l'activité aux Etats-Unis et dans les zones émergentes, les marchés sont entrés dans une nouvelle phase de correction au cours de la seconde quinzaine de mai, la publication par les grandes banques d'affaires américaines de résultats trimestriels mal orientés, ainsi que la dégradation de la notation des rehausseurs de crédit MBIA et Ambac par les agences Standard & Poor's et Moody's, ayant rendu relativement improbable le scénario d'une sortie rapide de la crise. Sur l'ensemble du premier semestre, les pertes affichées par l'indice Dow Jones ont ainsi avoisiné 15%, tandis qu'en Europe, les replis ont dépassé dans la plupart des cas les 20%, à l'image des baisses enregistrées par le DJ Euro Stoxx 50, le CAC 40 ou le DAX.

Mais c'est à la mi-septembre que la crise a revêtu une ampleur inédite. Les cours boursiers se sont littéralement effondrés avec l'aggravation brutale des turbulences affectant le système financier américain (défaut de Lehman Brothers, nationalisation des agences fédérales hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae, rachat de Merrill Lynch par Bank of America, sauvetage de AIG par la Réserve fédérale) et européen (nationalisation de Fortis, recapitalisation de Dexia). Les incertitudes persistantes concernant l'ampleur et la durée de la récession aux Etats-Unis et en Europe – en dépit des interven-

1

2

3

4

5

6

7

8



tions massives et concertées des banques centrales et des actions entreprises par les gouvernements occidentaux –, le ralentissement de l'activité dans les zones émergentes ainsi que la découverte de fraudes de grande ampleur ont également fortement pesé sur les valorisations au dernier trimestre. A la mi-novembre, les indices boursiers avaient retrouvé leur niveau d'avril 2003, qui correspond au point bas du cycle boursier précédent, certains d'entre eux, à l'image du S&P 500 ou du MIB 30, atteignant même un point bas historique de 10 ans (tableau 2).

**Tableau 2 : performances des marchés d'actions**

	31/12/08	Variation 2008 %	Maximum historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point haut	Minimum historique depuis 10 ans	Date	Variation par rapport au point bas
DJIA	8 776,4	- 33,8%	14 164,5	09/10/07	- 38,0%	7 286,3	09/10/02	20,5%
S&P 500	903,3	- 38,5%	1 565,2	09/10/07	- 42,3%	752,4	20/11/08	20,0%
NASDAQ	1 577,0	- 40,5%	5 048,6	10/03/00	- 68,8%	1 114,1	09/10/02	41,6%
CAC 40	3 218,0	- 42,7%	6 922,3	04/09/00	- 53,5%	2 403,0	12/03/03	33,9%
DAX 30	4 810,2	- 40,4%	8 105,7	16/07/07	- 40,7%	2 203,0	12/03/03	118,4%
FTSE 100	4 434,2	- 31,3%	6 930,2	30/12/99	- 36,0%	3 287,0	12/03/03	34,9%
MIB 30	20 064,0	- 48,4%	51 093,0	06/03/00	- 60,7%	18 668,0	05/12/08	7,5%
DJ EURO								
STOXX 50	2 447,6	- 44,4%	5 464,4	06/03/00	- 55,2%	1 849,6	12/03/03	32,3%
DJ								
STOXX 600	8 859,6	- 42,1%	20 833,2	12/04/00	- 57,5%	7 162,9	27/10/08	23,7%

Source : Datastream

Sur l'ensemble de l'année 2008, les principaux indices boursiers enregistrent d'importants replis, notamment en Europe où, à l'exception de l'indice Footsie, les baisses dépassent 40% : elles s'élèvent à 40,4% pour le DAX 30, voire, avoisinent 50% pour le MIB 30. Le CAC 40 termine pour sa part l'année en baisse de 42,7% à 3 218 points. Aux Etats-Unis, les baisses sont apparues un peu moins marquées, le DJIA reculant de près de 34% et le S&P 500, de 38,5%. En outre, pour la première fois depuis huit ans, les marchés émergents, notamment en Asie et en Europe de l'Est, ont sous-performé par rapport aux marchés développés (tableau 3).

**Tableau 3 : performances comparées par zone géographique (indices MSCI,%)**

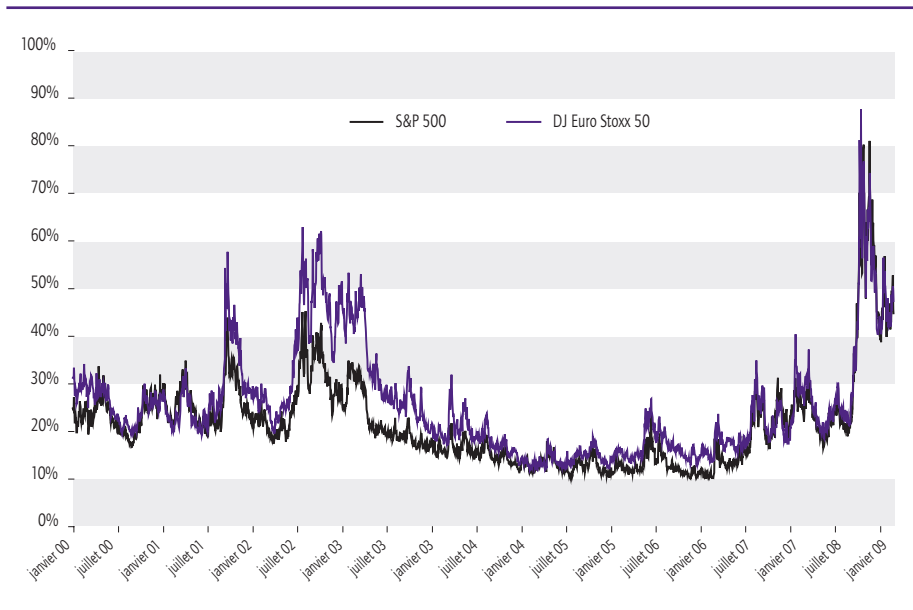
	En monnaies locales		En dollars	
	2007	2008	2007	2008
INDICE MONDE	5,2	- 40,9	- 1,1	- 40,6
PAYS DEVELOPPES	2,8	- 40,1	- 3,4	- 39,1
AMERIQUE DU NORD	4,4	- 38,1	- 4,7	- 36,1
ZONE EURO	5,3	- 46,6	5,3	- 46,6
PACIFIQUE	- 3,4	- 43,8	- 6,6	- 34,7
MARCHES EMERGENTS	30,4	- 47,2	23,1	- 52,1
ASIE	35,9	- 48,6	24,7	- 51,7
AMERIQUE LATINE	32,2	- 39,6	32,5	- 50,3
EUROPE DE L'EST	17,9	- 66,6	11,5	- 68,0

Source : Datastream

## 2 > Une volatilité boursière à des niveaux record

Les turbulences boursières se sont caractérisées non seulement par une chute brutale des indices mais également par leur caractère très erratique. Les indices boursiers des grandes places financières internationales ont en effet connu des variations quotidiennes très importantes, pouvant dépasser 10% à la hausse comme à la baisse. Ces évolutions reflètent la très forte incertitude des investisseurs sur l'orientation à court et moyen termes des marchés, qui s'est traduite par une surréaction des cours aux flux d'informations nouvelles et par une brutale augmentation de la volatilité implicite à des niveaux historiquement élevés, largement au-delà de ceux observés en 2002 (graphiques 22 et 23).

Graphique 22 : volatilité implicite



Source : Datastream

1

2

3

4

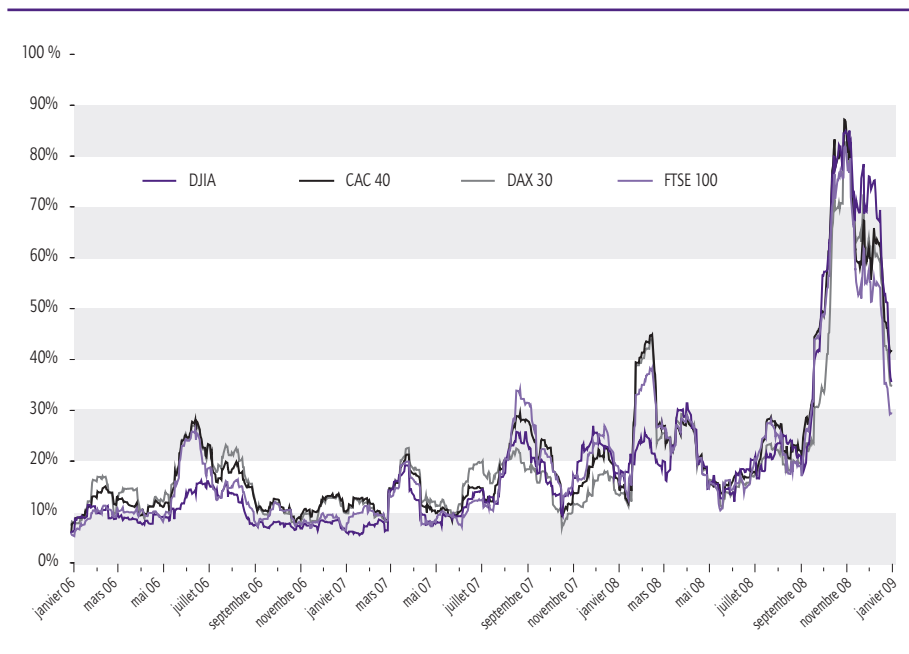
5

6

7

8

**Graphique 23 : volatilité historique**

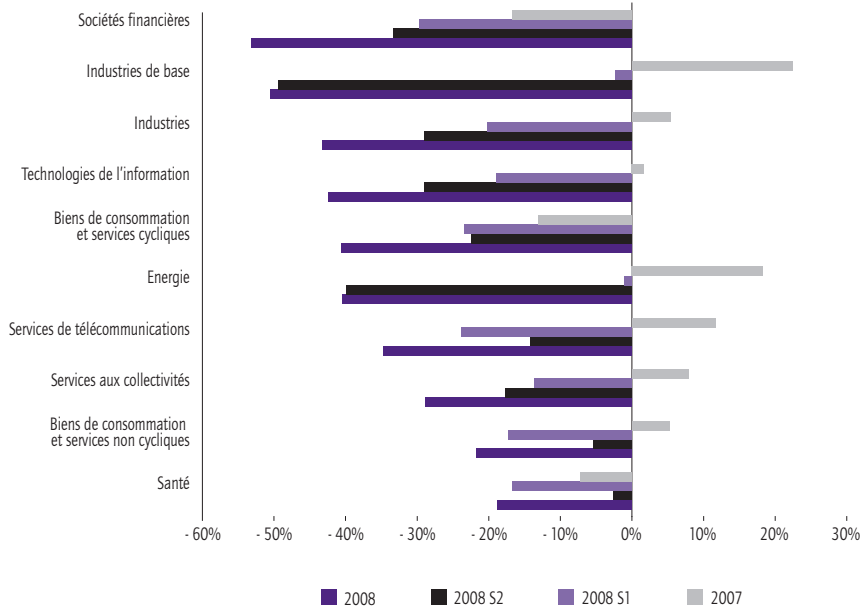


Source : Datastream, calculs AMF

### 3 > Des performances boursières variables selon les secteurs

Fait remarquable, l'effondrement des valeurs boursières observé en 2008 a concerné l'ensemble des secteurs d'activité (graphique 24). Pour autant, les disparités intersectorielles sont restées significatives. Comme en 2007, les sociétés financières ont été les plus fortement touchées par la crise. En revanche, contrairement à l'année 2007, les valeurs énergétiques et des industries de base ont aussi enregistré un important recul, ce dernier étant en outre concentré sur la seconde moitié de l'année, du fait essentiellement de l'effondrement des cours des matières premières à partir de l'été. Enfin, la dégradation des perspectives économiques en cours d'année a également pénalisé les valeurs cycliques. A l'inverse, les valeurs défensives, à l'image de celles du secteur de la santé, ont notamment fait preuve d'une résistance relative.

Graphique 24 : évolution des indices sectoriels MSCI – Monde en euros (en %)



Source : Datastream

#### 4 > Des capitalisations boursières en forte baisse

D'une manière générale, les capitalisations boursières se sont inscrites en forte baisse en 2008 sous l'influence conjuguée de la baisse des valorisations boursières et de la diminution du nombre d'entreprises cotées sur les marchés d'actions (voir *infra*). S'agissant plus particulièrement d'Euronext, le recul s'est élevé à 48%, la capitalisation boursière revenant à 1 508 milliards d'euros fin décembre (dont 1 060 milliards d'euros pour Euronext Paris). La place boursière paneuropéenne est ainsi passée du 3<sup>e</sup> au 4<sup>e</sup> rang mondial, derrière le NYSE, Tokyo SE et le NASDAQ (tableau 4)<sup>(10)</sup>.

Globalement, le classement mondial des bourses de valeurs est resté relativement stable par rapport à l'année 2007, qui avait été marquée par la forte croissance des places asiatiques, notamment Shanghai et Bombay. A cet égard, il convient néanmoins de noter la rétrogradation de la 10<sup>e</sup> à la 15<sup>e</sup> place du classement de la Bourse de Bombay, ainsi que le très important repli de la capitalisation de celle de Shanghai de près de 60%.

(10) Au niveau consolidé, le groupe NYSE Euronext affichait fin 2008 une capitalisation boursière de 8 100 milliards d'euros, soit plus que la capitalisation boursière des Bourses de Londres, de Tokyo, du NASDAQ et de la Deutsche Börse réunis.

Tableau 4 : classement mondial 2008 des capitalisations d'actions domestiques

Rang	Bourse	Montant en milliards d'euros	Variation sur un an en euros	Variation sur un an en monnaie locale
1	NYSE	6 609,3	- 38,3%	- 41,2%
2	Tokyo SE	2 236,2	- 24,5%	- 41,4%
4	NASDAQ	1 719,9	- 37,4%	- 40,3%
3	Euronext*	1 508,4	- 47,8%	- 47,8%
	<i>dont Euronext Paris*</i>	<i>1 059,7</i>	<i>- 43,6%</i>	<i>- 43,6%</i>
5	London SE	1 340,8	- 49,1%	- 33,4%
6	Shanghai SE	1 023,0	- 59,5%	- 64,0%
7	Hong Kong Exchanges	953,7	- 47,5%	- 50,2%
9	Deutsche Börse	797,1	- 44,6%	- 44,6%
8	TSX Group	741,7	- 50,4%	- 41,8%
10	BME Spanish Exchanges	680,6	- 44,1%	- 44,1%

Source : World Exchange Federation (WFE)

\* Alternext inclus.

## B – La crise financière a eu de fortes répercussions sur l'activité des marchés d'actions

L'activité a connu un très net ralentissement sur la plupart des places financières en 2008, notamment sur les marchés des fusions et acquisitions et des introductions en bourse. Les opérations de recapitalisations bancaires ont à l'inverse soutenu les émissions d'actions de sociétés déjà cotées, tandis que, dans un contexte très perturbé, l'activité sur les marchés secondaires est restée dynamique.

### 1 > Les introductions en bourse se sont raréfiées

La crise financière a eu d'importantes répercussions sur l'activité sur le marché des introductions, qui s'est inscrite en très fort recul en 2008. A Paris, le nombre d'introductions sur Eurolist et Alternext est passé de 65 à 20 entre 2007 et 2008, dont 5 sur le compartiment professionnel<sup>(11)</sup>. Surtout, le montant des capitaux levés au moment de ces introductions est devenu non significatif, ne dépassant pas 62 millions d'euros sur l'ensemble de l'année (tableau 5). Les autres places européennes ont connu des évolutions similaires. A Londres, les introductions ont ainsi diminué de 60% sur l'année, tandis que les capitaux levés ont été divisés par quatre, s'établissant à moins de 9 milliards d'euros.

(11) Créé fin 2007, le compartiment professionnel est destiné aux admissions sans offre préalable au public. Les titres d'une société sont admis par « cotation technique » ou à la suite d'un placement privé réalisé auprès d'investisseurs qualifiés. Si les sociétés dont les titres sont cotés sur le compartiment professionnel sont soumises aux dispositions législatives et réglementaires issues des directives européennes, cela n'est pas le cas pour des spécificités prévues par la réglementation française. Cela se traduit notamment pour ces sociétés par une simplification des conditions de réalisation de l'opération d'admission et un allègement des obligations d'information périodique et permanente (Voir Rapport annuel de l'AMF 2007, pages 102-103).

**Tableau 5 : nombre d'introductions (transferts et placements privés inclus) et capitaux levés lors des introductions sur les marchés boursiers européens<sup>(1)</sup> (en milliards d'euros)**

	London Stock Exchange		Deutsche Börse		Euronext		Euronext Paris	
	Nombre <sup>(2)</sup>	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés	Nombre	Capitaux levés
2006	468	42,34	99	7,64	109	21,37	84	9,75
2007	338	36,98	72	7,85	92	9,67	65 <sup>(3)</sup>	3,35
2008	127	8,85	17	0,38	34	2,52	20	0,06

Sources : LSE, DBAG, Euronext

(1) LSE : AIM inclus ; DBAG hors Freiverkehr, Open Market-Entry Standard inclus ; Euronext hors Marché libre, Alternext inclus.

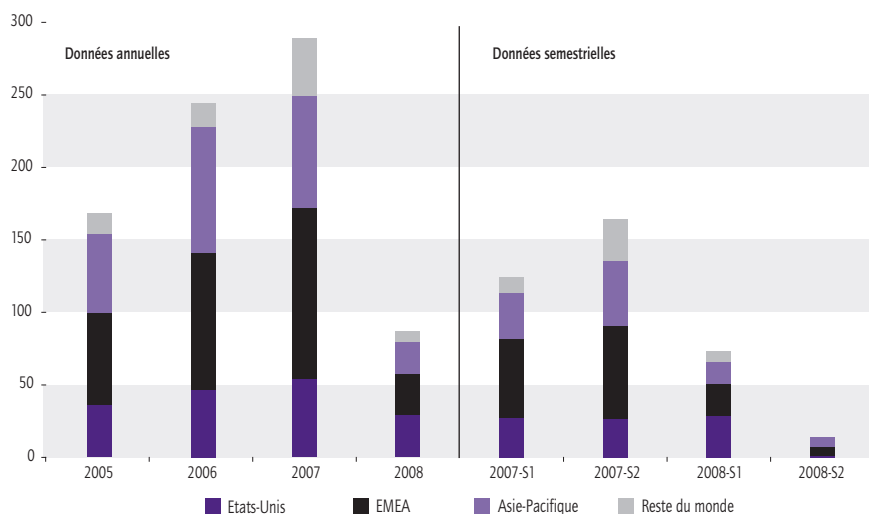
(2) Hors réadmissions.

(3) Sur les 20 introductions enregistrées en 2008 à Paris, 11 ont donné lieu à la délivrance d'un visa de l'AMF (voir *infra*, chapitre 3, p. 108).

De manière générale, le montant total des capitaux levés au niveau mondial lors d'opérations d'introductions en bourse s'est inscrit en recul de 70% à moins de 100 milliards de dollars. En outre, le nombre d'introductions repoussées, voire annulées, se sont inscrites en nette hausse en 2008 : il s'est élevé à 108 contre 207 en 2007, soit une hausse de près de 50%.

Le ralentissement de l'activité a concerné l'ensemble des zones géographiques, y compris les zones émergentes, qui étaient apparues particulièrement dynamiques en 2007, le mouvement s'amplifiant au second semestre (graphique 25). Aux Etats-Unis, l'activité a fait preuve de résilience au premier semestre, grâce notamment à l'entrée en bourse de Visa, avant de s'effondrer sur la seconde partie de l'année.

**Graphique 25 : capitaux levés lors des introductions en bourse par zone géographique (en milliards de dollars)**



Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

6

7

8

## 2 > Des sociétés cotées moins nombreuses

Au cours des années récentes, les marchés d'actions ont vu leur cote se repeupler, ce mouvement reposant, en Europe du moins, sur l'amélioration de l'accès des PME aux marchés financiers et, plus précisément, sur le développement de marchés ou segments de marché dédiés aux valeurs moyennes, à savoir l'*Alternative Investment Market* (AIM) créé en 1995 sur le *London Stock Exchange*, Alternext sur Euronext ou encore le segment *Entry Standard de l'Open Market* à Francfort, tous deux créés en 2005. De leur côté, les marchés réglementés européens ont continué de voir leurs effectifs diminuer, au point que pour la première fois, à Londres, les sociétés cotées étaient plus nombreuses en 2007 sur l'AIM que sur le *Main Market*.

Du fait de la raréfaction des opérations d'introductions en bourse, ce mouvement de repeuplement de la cote s'est interrompu en Europe en 2008. Parmi les grandes places occidentales, seul le NYSE a continué d'enregistrer une progression du nombre de sociétés cotées (et ce, indépendamment du rachat de l'AMEX). En effet, contrairement aux années précédentes, l'augmentation du nombre de sociétés cotées sur les marchés dédiés aux valeurs moyennes n'a pas permis de compenser l'érosion de la cote des marchés réglementés. Pour la première fois depuis sa création, l'AIM a même vu le nombre de sociétés cotées diminuer (*tableau 6*).

Tableau 6 : nombre de sociétés cotées<sup>(1)</sup>

	London Stock Exchange	Dont AIM	Deutsche Börse	Dont Open Market Entry Point	Euronext	Paris	Dont Alternext Paris	NASDAQ	NYSE
2006	3 240	1 634	836	76	1 285	799	69	3 133	2 280
2007	3 274	1 694	866	112	1 277	818	111	3 069	2 273
2008	3 051	1 550	832	115	1 240	792	119	2 952	2 466 <sup>(2)</sup>
Variations									
2008/07	-6,8%	-8,5%	-3,9%	2,7%	-2,9%	-3,2%	7,2%	-3,8%	8,5%

Sources : *World Exchange Federation*, sources nationales

(1) LSE : AIM inclus, DBAG Open Market-Entry Standard inclus. Euronext, Alternext inclus.

(2) Rachat de l'AMEX non pris en compte.

## 3 > Les émissions secondaires sont restées dynamiques, en raison des recapitalisations bancaires

Les émissions de titres de capital de l'ensemble des sociétés cotées à Paris se sont élevées à 27,4 milliards d'euros, en baisse de 8,5% par rapport à l'année précédente (*tableau 7*). Si les opérations de recapitalisation dans le secteur financier ont largement soutenu les augmentations de capital<sup>(12)</sup>, qui ont bondi de 47% à 16 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année, en revanche, la forte baisse des valorisations boursières a fortement pénalisé les levées d'options (en baisse de 58%)

(12) Les augmentations de capital de Société Générale, Crédit Agricole et Natixis ont porté sur un montant total de 15,1 milliards d'euros.

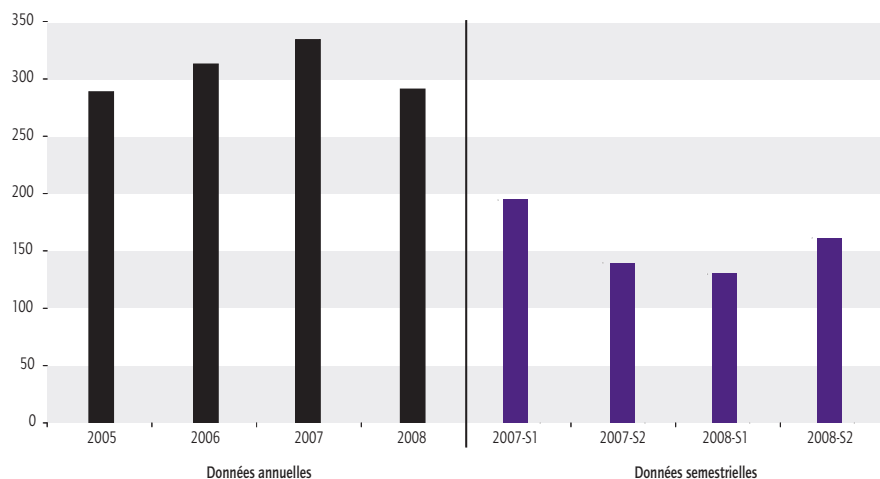
**Tableau 7 : émissions brutes de titres de capital à Paris<sup>(1)</sup> (hors introductions, en milliards d'euros)**

	2007	1 <sup>er</sup> sem. 2008	2 <sup>e</sup> sem. 2008	Total 2008	Variation 2008/2007
Augmentation de capital en numéraire	11,0	5,6	10,6	16,2	47,5%
Levées d'options réservées aux salariés	13,1	3,1	2,5	5,6	- 57,5%
Réservées (hors salariés)	1,7	0,3	3,3	3,5	102,6%
Paiement du dividende en actions	2,0	0,9	0,1	1,0	- 50,3%
Exercice de bons de souscription	2,1	1,0	0,1	1,1	- 47,8%
<b>Total</b>	<b>30,0</b>	<b>10,9</b>	<b>16,6</b>	<b>27,4</b>	<b>- 8,5%</b>

Source : Euronext, calculs AMF

(1) sur Eurolist, Alternext et la Marché libre.

Au niveau mondial, les émissions se sont élevées à près de 300 milliards de dollars, en baisse de 13% par rapport à 2007 (graphique 26). Elles ont été soutenues par les opérations de recapitalisation et de financement d'acquisitions de très grande ampleur réalisées dans le secteur bancaire et financier. Ce dernier a en effet représenté plus des deux tiers des opérations exprimées en montant. Parmi les dix plus importantes réalisées au niveau mondial en 2008, on retiendra ainsi notamment l'augmentation de capital de Wells Fargo d'un montant de 12 milliards de dollars réalisée en novembre dans le cadre du rachat de la banque Wachovia, ou encore celle de JP Morgan pour un montant de 11 milliards de dollars.

**Graphique 26 : émissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées (hors introductions, en milliards de dollars)**

Source : Bloomberg

1

2

3

4

5

6

7

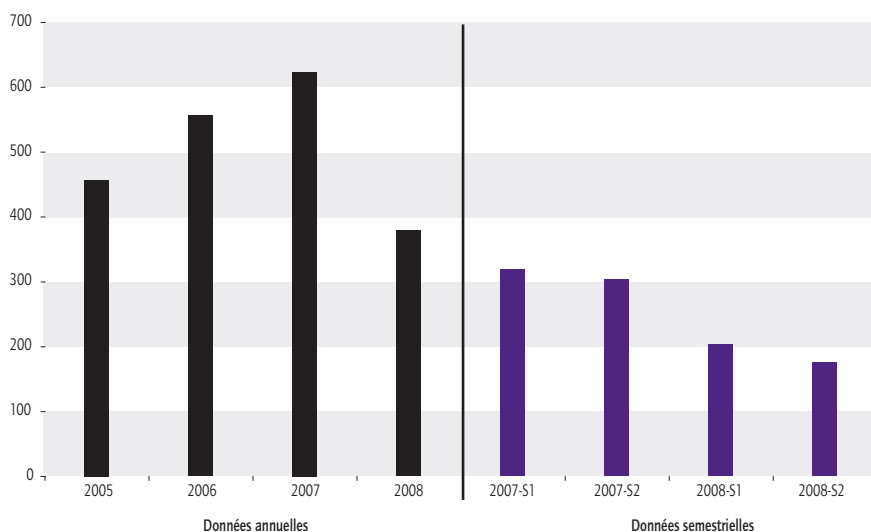
8



#### 4 > Le financement des sociétés par les marchés d'actions

Au total, l'ensemble des financements des sociétés sur les marchés d'actions, autrement dit la somme des émissions et cessions d'actions réalisées lors des introductions et les émissions « secondaires » effectuées par les sociétés déjà cotées ont diminué en France de 25% en 2008. Compte tenu des annulations d'actions effectuées en cours d'année (9,9 milliards d'euros), les émissions nettes d'actions auront été de 17,6 milliards d'euros, contre 21 milliards d'euros en 2007. Au niveau mondial, les émissions primaires et secondaires d'actions en termes bruts se sont repliées de près de 40% à environ 380 milliards de dollars (graphique 27).

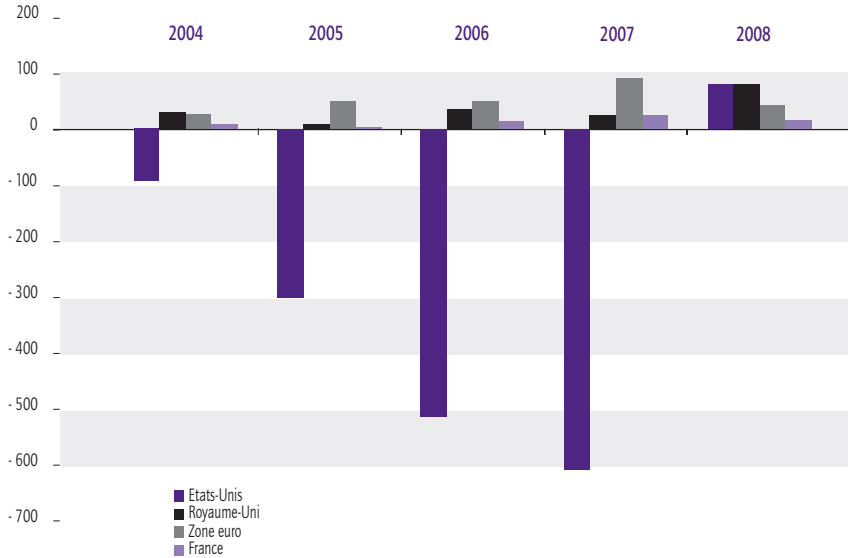
**Graphique 27 : émissions d'actions au niveau mondial (en milliards de dollars)**



Source : Bloomberg

Si l'on rapproche les émissions brutes des rachats-annulations d'actions par les résidents, le solde est resté positif en Europe en 2008. Il est apparu en nette hausse au Royaume-Uni où il a atteint 80 milliards d'euros sur l'année. Mais le fait remarquable réside dans la rupture de tendance observée aux Etats-Unis : alors que les rachats d'actions excédaient largement depuis des années le montant des appels aux marchés, ce mouvement s'est inversé en 2008 avec l'amplification de la crise dans le secteur bancaire et financier. Ainsi, alors que les émissions d'actions nettes des rachats-annulations avoisaient encore - 600 milliards d'euros en 2007, elles ont dépassé 80 milliards d'euros en 2008, selon les estimations de la Réserve fédérale.

**Graphique 28 : émissions nettes d'actions par les sociétés cotées (émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros) Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro et France**



Sources : FED, BCE, Banque de France et ONS

## 5 > Sur les marchés secondaires, les bourses européennes font face à la concurrence nouvelle des plates-formes de négociation

Après avoir atteint un niveau record en 2007, les volumes échangés sur Euronext Paris se sont inscrits en recul de 13% en 2008 à 1 734 milliards d'euros, soit une moyenne quotidienne de 6,8 milliards d'euros contre 7,8 milliards en 2007. Cette tendance a également été observée sur les principales autres bourses européennes, de même que sur certaines places émergentes, notamment en Chine (tableau 8).

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 8 : volumes échangés en 2008 sur les marchés d'actions

	Total			Carnet d'ordres
	Montant (milliards de dollars)	Variation 2008/2007 en dollars (%)	Variation 2008/2007 en monnaies locales (%)	Montant (milliards de dollars)
NYSE Group	33 639	15,2%	15,2%	27 651
NASDAQ	12 601	- 8,5%	- 8,5%	-
London SE	6 474	- 37,3%	- 33,0%	3 844
Tokyo SE	5 586	- 13,7%	- 24,2%	5 243
Euronext	4 454	- 21,1%	- 26,2%	3 837
Deutsche Börse	3 881	- 10,2%	- 15,8%	3 148
Shanghai SE	2 587	- 36,4%	- 41,6%	2 584
BME Spanish Exchanges	2 439	- 17,9%	- 23,4%	1 830
TSX Group	1 736	5,3%	5,6%	-
Hong Kong Exchanges	1 629	- 23,8%	- 23,9%	1 562

Source : *World Federation of Exchanges*

\* Ces statistiques ne sont pas strictement harmonisées. Les données « Carnet d'ordres » recensent les opérations enregistrées sur les systèmes centraux (système de négociation ou marché à la criée) et offrent une base de comparaison plus étroite mais plus pertinente. Les statistiques globales comptabilisent les opérations sur la base des déclarations aux autorités de marché ou sur celle des opérations de dénouement.

L'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) expliquerait en grande partie la contraction observée en Europe, traduisant une perte substantielle de parts de marché des marchés réglementés nationaux au profit des plates-formes de négociation<sup>(13)</sup>. S'agissant des actions du CAC 40, Euronext Paris aurait ainsi perdu 15 points de parts de marché entre fin 2007 et fin 2008 au profit de Chi-X et de Turquoise (graphique 29).

En revanche, l'activité sur les marchés secondaires est restée très soutenue en 2008 aux Etats-Unis, notamment sur le NYSE (+ 18%).

## 6 > Des opérations de fusions-acquisitions en très net recul

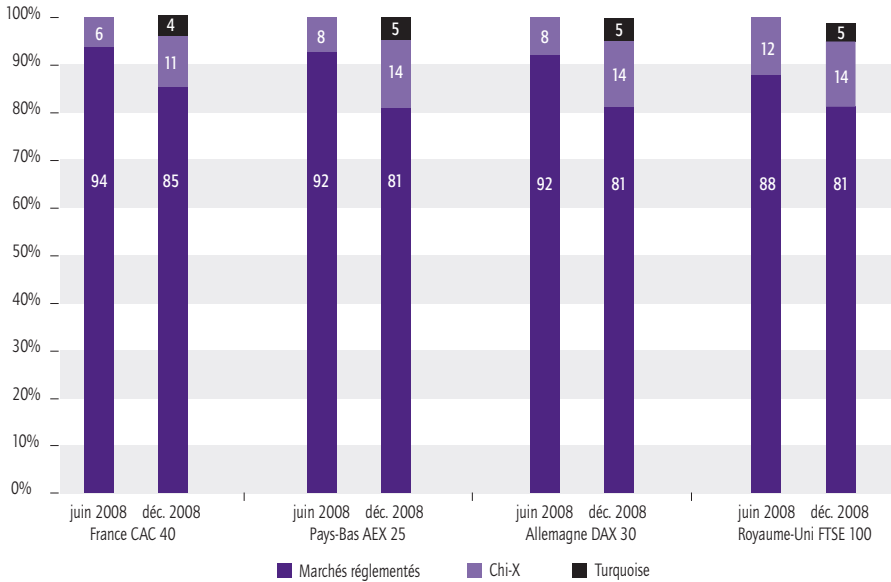
En France, l'activité sur le marché des fusions et acquisitions s'est effondrée en 2008. Selon Bloomberg, le montant des opérations annoncées en 2008 et n'ayant pas fait l'objet d'annulations s'est établi à 100 milliards d'euros, soit une baisse de 50% par rapport à l'année précédente.

S'agissant plus précisément des offres publiques réalisées en 2008 et déclarées conformes par l'AMF, leur nombre a connu une baisse significative (56 contre 76 en 2007)<sup>(14)</sup>, de même que les montants sur lesquels elles ont porté. Ces derniers sont en effet passés de 14,1 milliards d'euros en 2007 à 7,9 milliards d'euros en 2008, soit un repli de plus de 40%. Ce recul est d'autant plus significatif que parmi les opérations réalisées en 2007 figuraient des offres publiques par échanges de titres qui ne sont pas valorisées par l'AMF dans ses statistiques, ce type d'opérations ayant été quasiment absent en 2008.

(13) L'entrée en vigueur de la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF) en novembre 2007 a en effet mis fin à la situation de monopole ou de quasi-monopole des bourses traditionnelles en Europe en autorisant l'émergence de nouveaux modes de négociation des titres : les systèmes multilatéraux de négociation (SMN ou *Multilateral trading Facilities* – MTF) et les internalisateurs systématiques, intermédiaires financiers qui se portent contrepartie des ordres de leurs clients « de façon systématique, fréquente et organisée » sans les acheminer vers d'autres lieux de négociation.

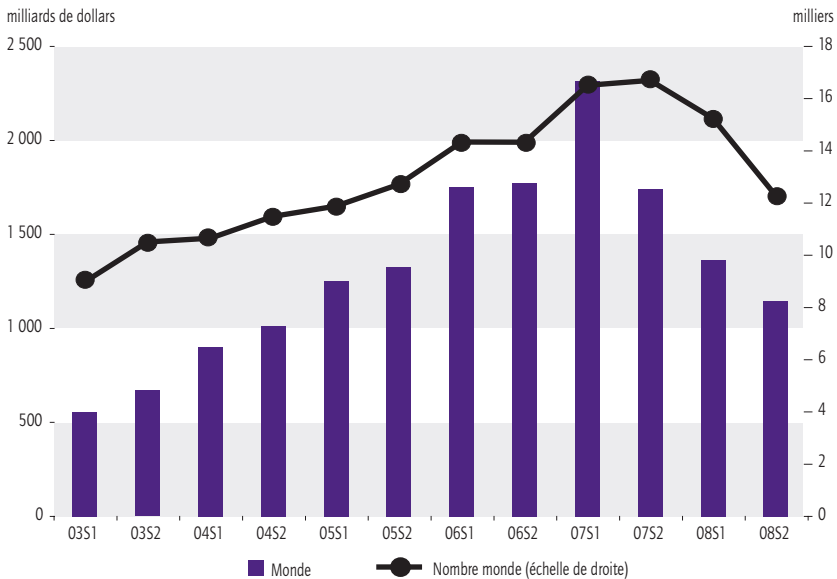
(14) Sont comptabilisées les opérations dont les résultats ont été publiés en 2008. En outre, ces données intègrent les retraits obligatoires sans conformité (15 en 2008 après 10 en 2007) introduits en 2006 par le nouveau régime des offres publiques qui, sous certaines conditions, autorise l'initiateur d'une offre publique à procéder, dès l'issue de son offre, à un retrait obligatoire des titres visés, au lieu d'une OPR-RO.

Graphique 29 : parts de marché des différents lieux d'exécution des ordres (marchés réglementés et plates-formes)



Source : Transaction Auditing Group

Graphique 30 : évolution du marché des fusions et acquisitions au niveau mondial (en milliards de dollars)



Sources : Bloomberg

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- 8

Au plan international, l'activité sur le marché des fusions et acquisitions a également connu un très net ralentissement tout au long de l'année. Au niveau mondial, le montant des opérations annoncées en 2008 et n'ayant pas fait l'objet d'annulations s'est replié de 38% à 2 500 milliards de dollars, tandis que leur nombre s'inscrivait en baisse de 17% (graphique 30).

### 3 > Les marchés de produits dérivés

#### A – Des évolutions contrastées sur les marchés organisés et de gré à gré

Jusqu'en 2007, l'activité sur les marchés dérivés progressait à un rythme très rapide, en lien avec le développement d'instruments relativement récents, comme les *Credit default swap* dans le domaine du crédit, et l'essor des stratégies de gestion de type « alternatif ». Les évolutions enregistrées en 2008 marquent une rupture assez nette par rapport à cette tendance. Le principal changement réside dans les dynamiques opposées des marchés dérivés organisés et des marchés de gré à gré ou « OTC ». L'activité sur les marchés organisés a affiché un recul significatif sur ses deux principaux segments. A la fin du mois de septembre 2008, les montants notionnels reculaient ainsi de 18,3% sur une base annuelle pour les dérivés de taux et de 24,1% pour les dérivés d'actions, conduisant l'ensemble de l'activité sur les marchés organisés à diminuer de près de 19%. Sans doute la crise financière et ses conséquences sur les activités de marché des établissements financiers ont-elles contribué à ce mouvement de contraction.

**Tableau 9 : marchés de dérivés – marchés organisés (notionnels, en milliards de dollars)**

	Déc. 2006	Juin 2007	Sept. 2007	Déc. 2007	Juin 2008	Var. sur un an (%)	Sept. 2008	Var. sur un an (%)
Contrats de change	240	303	310	291	366	21,0	326	5,0
Dérivés de taux	62 593	86 135	83 632	71 051	73 779	- 14,3	68 361	- 18,3
Dérivés d'actions	6 574	10 246	10 941	7 757	8 672	- 15,4	8 299	- 24,1
Total	69 407	96 684	94 883	79 099	82 818	- 14,3	76 986	- 18,9

Source : BRI

A l'opposé, les marchés de gré à gré ont continué globalement à afficher une croissance rapide puisque à la fin du mois de juin 2008, les montants notionnels progressaient au rythme annualisé de 32,4%. Au-delà de cette dynamique d'ensemble, quelques mouvements remarquables méritent d'être soulignés. La croissance de l'activité sur le segment des instruments dérivés de crédit est demeurée soutenue (+ 34,6%, pour des montants notionnels de 27 325 milliards de dollars) mais a néanmoins enregistré un net fléchissement par rapport à l'année 2007. L'arrêt brutal des opérations de titrisation et de structuration « synthétiques » complexes, qui étaient jusque-là à l'origine de nombreuses émissions de CDS, a probablement joué un rôle significatif dans ce ralentissement. Selon la BRI, cela refléterait aussi la forte augmentation du nombre d'annulations de CDS au moment de l'envolée des *spreads*. Les instruments dérivés sur marchandises, dans un contexte marqué par de très larges mouvements de prix sur les marchés au comptant, ont, pour leur part, affiché une croissance très rapide, les montants notionnels progressant au 30 juin 2008 de près de 75% sur un an.

**Tableau 10 : marchés de dérivés – marchés de gré à gré (notionnels, en milliards de dollars)**

	Déc. 2006	Juin 2007	Déc. 2007	Var. sur un an (%)	Juin 2008	Var. sur un an (%)
Contrats de change	40 271	48 645	56 238	39,6	62 983	29,5
Dérivés de taux	291 582	347 312	393 138	34,8	458 304	32,0
Dérivés d'actions	7 488	8 590	8 469	13,1	10 177	18,5
Marchandises	7 115	7 567	8 455	18,8	13 229	74,8
<i>Credit default swaps</i>	28 650	42 580	57 894	102,1	57 325	34,6
Autres	39 740	61 713	71 146	79,0	81 708	32,4
Total	414 846	516 407	595 340	43,5	683 726	32,4

Source : BRI

## B – L'activité sur le LIFFE de NYSE Euronext

L'activité du marché européen de dérivés de NYSE Euronext, le LIFFE, a présenté en 2008 une évolution en phase avec les orientations globales mentionnées précédemment. L'appréciation par les montants notionnels enregistrés pour l'ensemble de l'année 2008 témoigne d'un recul marqué du segment des dérivés actions (- 15,1%) et d'une progression très modérée des dérivés de taux d'intérêt (+ 5,2%). Au total, pour l'ensemble des produits, les montants notionnels s'accroissent de 4,6%. L'appréciation par les nombres de lots traités retrace ce moindre dynamisme, avec une progression de 10,6% en 2008 pour l'ensemble des segments, après une croissance proche de 30% l'année précédente. Le ralentissement est marqué à la fois pour les dérivés actions (+ 15% contre + 35,9% en 2007) et les dérivés de taux d'intérêt (+ 7% après + 25,6% en 2007).

1

2

3

4

5

6

7

8

**Tableau 11 : volumes traités sur les marchés européens de dérivés de NYSE Euronext LIFFE par type d'actif sous-jacent (nombre de lots, en millions)**

	2007	2008	Variation 2008/2007 (%)
<b>ACTIONS</b>	<b>417,8</b>	<b>481,6</b>	<b>15,3</b>
Actions individuelles	261,4	308,6	18,0
<i>Options</i>	186,2	184,1	- 1,1
<i>Futures</i>	75,3	124,5	65,4
Indices boursiers	156,4	173,0	10,6
<i>Options</i>	63,1	66,9	6,1
<i>Futures</i>	93,3	106,1	13,7
<b>TAUX D'INTÉRÊT</b>	<b>518,4</b>	<b>554,9</b>	<b>7,0</b>
Court terme	489,1	528,6	8,1
<i>Options</i>	135,5	186,8	37,8
<i>Futures</i>	353,6	341,8	- 3,3
Moyen et long termes	29,3	26,3	- 10,2
<i>Options</i>	0,5	0,4	- 8,6
<i>Futures</i>	28,8	25,9	- 10,2
<b>MARCHANDISES</b>	<b>12,8</b>	<b>13,2</b>	<b>3,6</b>
<i>Options</i>	1,3	1,5	13,3
<i>Futures</i>	11,5	11,8	2,5
<b>TOTAL LIFFE</b>	<b>949,0</b>	<b>1 049,7</b>	<b>10,6</b>
<i>Options</i>	386,6	439,7	13,7
<i>Futures</i>	562,4	610,0	8,5

Source : Euronext-LIFFE

## 4 > Les produits de gestion pour compte de tiers

Le marché de la gestion d'actifs pour compte de tiers a été affecté à partir du second semestre de 2007 par la crise des marchés du crédit. En 2008, l'amplification des effets de la crise a été préjudiciable à la plupart des catégories de fonds – qu'ils soient réglementés ou non – et n'a épargné aucune grande zone géographique. Aussi, au-delà des effets conjoncturels, la crise financière aura-t-elle, par l'ampleur exceptionnelle de ses impacts sur l'industrie de la gestion d'actifs, sans nul doute eu des effets structurants pour l'avenir.

Par rapport aux encours gérés à fin 2007, les fortes baisses d'encours des fonds de gestion collective observées à la fin du troisième trimestre de 2008 ont eu un caractère généralisé. Elles ont réduit les encours sous gestion des *mutual funds* américains et des OPCVM de droit européen de plus de 10%, une tendance baissière qui ne s'est pas infléchie au quatrième trimestre.

Cette tendance générale n'a cependant pas été observée partout dans la même mesure. Cela provient de différences dans le jeu des divers effets qui ont affecté les encours sous gestion : les évolutions des marchés d'actifs sous-jacents (effet performance) et ceux des souscriptions nettes par les porteurs de parts (des flux de collecte souvent négatifs sur la période), ces derniers étant notamment influencés par des arbitrages avec d'autres types de placements financiers comme les dépôts bancaires. Par ailleurs, d'autres facteurs de différenciation ont joué. Dans le temps, les faillites, aux Etats-Unis,

de la banque Lehman Brothers et du gérant de fonds Bernard Madoff<sup>(15)</sup> ont largement contribué à accentuer la dégradation des encours au second semestre. Dans l'espace, certaines différences dans les comportements d'investissement ou de réallocation d'actifs ont pu être notées selon les zones géographiques, qui reflètent en partie des évolutions spécifiques à certaines catégories de produits.

## A – 2008 est le témoin d'une généralisation et d'une amplification des impacts de la crise financière sur le marché de la gestion collective

Aux dates considérées (voir tableaux 13 et 14), les variations d'encours ont été substantielles. Elles s'expliquent par des facteurs exceptionnels, au premier rang desquels la faillite de la banque Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Cette dernière a en particulier eu un impact direct sur la performance de fonds monétaires qui détenaient de la dette de court terme (*commercial paper*) émise par cette banque, et subséquemment engendré des retraits massifs par les porteurs de parts aux Etats-Unis (- 145,2 milliards de dollars au seul mois de septembre). Mais cumulée sur les trois premiers trimestres de l'année, la collecte par les fonds monétaires, une catégorie qui reste des plus sécuritaires, a été fortement positive, traduisant à fin septembre une croissance des encours de + 6,4% aux Etats-Unis et de + 7,9% en Europe. Sur l'année 2008, la performance positive et la forte collecte des fonds monétaires – majoritairement domiciliés aux Etats-Unis, au Luxembourg et en France – ont traduit la recherche de sécurité par les investisseurs.

**Tableau 12 : encours et flux de collecte par les *mutual funds* américains (de janvier à septembre 2008, en milliards de dollars)**

	Encours			Flux de collecte nets			
	Sept. 08	Déc. 07	Var. (%)	T1-T3 08	T1-T3 07	Var. (%)	Var. rel. (%)
Fonds actions	4 956	6 521	- 24,0	- 124,2	89,7	- 238,5	- 1,9
Fonds diversifiés	601	713	- 15,8	- 0,2	18,4	- 100,9	- 0,0
Fonds obligataires	1 690	1 679	0,7	93,2	94,7	- 1,6	5,6
Fonds monétaires	3 384	3 107	8,9	198,2	416,8	- 52,4	6,4
Total	10 631	12 021	- 11,6	167,1	619,6	- 73,0	1,4

Source : ICI

**Tableau 13 : Encours et flux de collecte par les OPCVM européens (du premier au troisième trimestre 2008, en milliards d'euros)**

	Encours			Flux de collecte nets			
	Sep-08	Déc-07	Var. (%)	T1-T3 08	T1-T3 07	Var. (%)	Var. rel. (%)
Fonds actions	1 500	2 199	- 31,8	- 133,6	- 30,2	+ 341,9	- 6,1
Fonds diversifiés	734	853	- 14,0	- 105,2	65,6	- 260,3	- 12,3
Fonds obligataires	1 025	1 197	- 14,4	- 16,0	- 26,2	- 38,8	- 1,3
Fonds monétaires	1 040	911	14,2	72,2	59,0	+ 22,5	7,9
Autres fonds	228	253	- 9,8	- 10,0	62,3	- 116,1	- 4,0
Total	4 527	5 413	- 16,4	- 192,7	130,5	- 247,6	- 3,6

Source : EFAMA

(15) Leur impact réglementaire est abordé au chapitre 4 page 150.

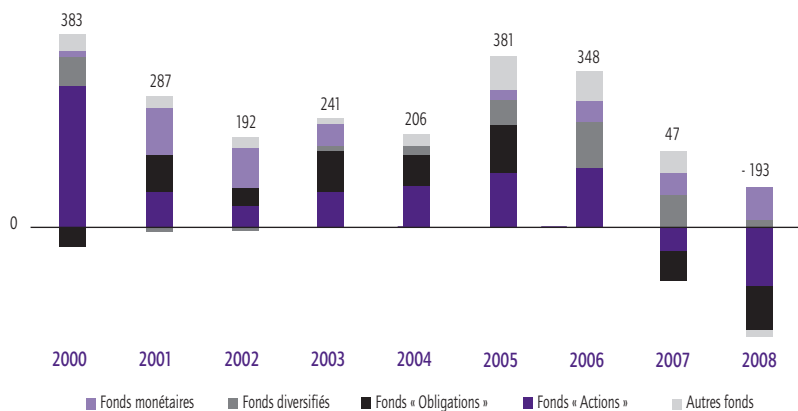


Résultant en large partie de transferts en provenance d'autres catégories d'OPCVM, cette collecte n'a pas suffi à compenser les baisses d'encours enregistrées par d'autres catégories de fonds. Les plus touchés à cet égard ont été les fonds actions. Leurs performances négatives – à fin septembre et par rapport au début de l'année – ont été proches de celles des indices de *blue chips*, à savoir - 20,6% aux Etats-Unis (S&P500) et entre - 24,1% (FTSE100) et - 33,1% (MIB30) en Europe, mais des flux de collecte négatifs sont en effet venus, notamment en Europe (- 6,5% contre - 1,9% aux Etats-Unis à fin septembre), amplifier les baisses d'encours.

Les baisses d'encours des fonds diversifiés ont été en Europe (- 14,0%) assez voisines de celles observées outre-Atlantique (- 15,8%). Cependant, elles résultent plus en Europe qu'aux Etats-Unis d'un mouvement de décollecte. Plus marqué encore que sur les fonds actions, ce mouvement s'explique notamment par la poursuite de la décollecte des fonds dits de « performance absolue » (*absolute return*). En France, prolongeant une tendance pourtant largement initiée en 2007, ces fonds ont perdu en 2008 près des deux tiers de leurs encours.

Enfin, dans leur recherche de sécurité (*flight to safety*), les investisseurs ont privilégié les fonds obligataires investis en titres souverains au détriment d'autres catégories de fonds obligataires et fortement soutenu le marché des fonds cotés en bourse (ETF), un segment de marché dont la transparence et la liquidité ont, selon Lipper Féri, permis de collecter plus de 40 milliards d'euros au cours des 10 premiers mois de l'année. De façon surprenante, les investisseurs ont, dans ce contexte, peu recouru aux fonds garantis, pourtant susceptibles d'offrir une garantie en capital dans le contexte de volatilité des marchés.

Graphique 31 : flux de collecte nette par les UCITS en Europe (en milliards d'euros)

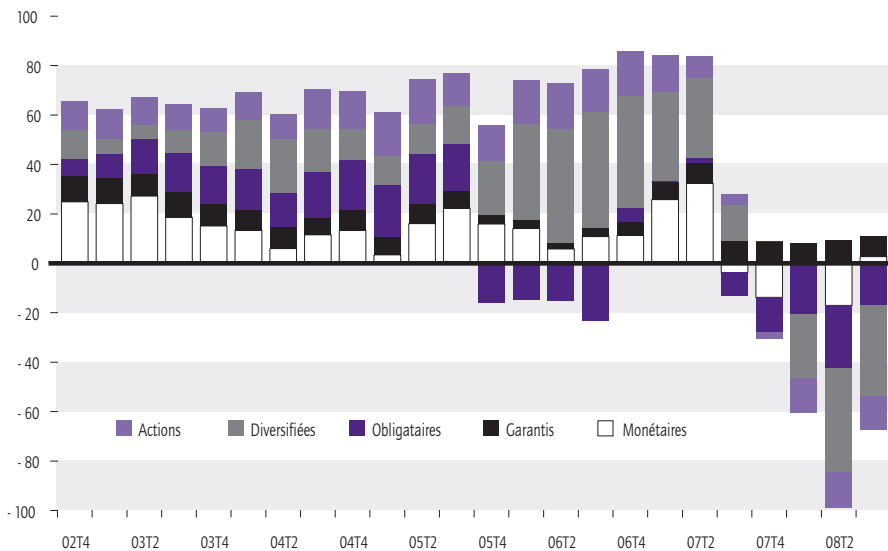


Source : EFAMA

## B – Les fonds français n'échappent pas aux évolutions internationales

Dans le contexte de crise financière mondiale, les développements internationaux ont tendu à dominer les facteurs spécifiquement domestiques. Les constats précédents restent donc pour l'essentiel applicables aux fonds français. De fait, les données sur les flux de souscription mesurés en France révèlent-elles tout au plus une légère exacerbation des tendances observées à l'échelle internationale, dans la mesure où la décollecte des fonds actions et diversifiés (graphique 32) s'y est avérée particulièrement forte. Toutefois, si la gestion française a été particulièrement exposée aux effets de la crise sur ses fonds actions, elle a également bénéficié d'une collecte particulièrement prononcée par les fonds monétaires en euros – de sorte que les flux de collecte pour cette catégorie sont redevenus positifs dès le troisième trimestre de 2008, alors même que la mesure cumulée sur quatre trimestres est pourtant fortement affectée par la décollecte du second semestre 2007.

**Graphique 32 : Souscriptions nettes de titres d'OPCVM France (flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)**



Source : Banque de France

En année pleine, les données sur les encours des fonds français permettent par ailleurs de prolonger l'analyse effectuée plus haut. Elles permettent notamment de constater une accélération de la baisse (en rythme annuel) des encours des fonds à contenu en actions, dans le sillage des indices boursiers. Les variations d'encours ressortent ainsi à respectivement 43,0%, et 27,4% pour les fonds actions et diversifiés.

1

2

3

4

5

6

7

8

Tableau 14 : encours et flux de collecte par les OPCVM français (milliards d'euros)

FCP et SICAV	Encours 31/12/08	Var. rel. à fin 2007 (%)	Encours 30/09/08	Var. rel. à fin 2007 (%)	Encours 31/12/07	Var. rel. à fin 2006 (%)
<b>Actions</b>	<b>189 750</b>	<b>- 43,0</b>	<b>234 319</b>	<b>- 29,6</b>	<b>332 948</b>	<b>0,2</b>
Actions françaises	28 523	- 47,4	35 983	- 33,7	54 255	- 17,7
Actions des pays de la Communauté européenne	29 891	- 44,9	34 827	- 35,8	54 257	- 7,4
Actions de pays de la zone euro	58 355	- 36,1	69 925	- 23,5	91 350	16,9
Actions internationales	72 981	- 45,2	93 584	- 29,7	133 086	2,7
<b>Diversifiés</b>	<b>218 468</b>	<b>- 27,4</b>	<b>244 957</b>	<b>- 18,6</b>	<b>300 848</b>	<b>1,9</b>
<b>Obligations</b>	<b>154 065</b>	<b>- 11,9</b>	<b>158 224</b>	<b>- 9,5</b>	<b>174 818</b>	<b>- 8,3</b>
Obligations et/ou titres de créance en euros	110 440	- 8,8	113 533	- 6,3	121 104	- 4,5
Obligations et/ou titres de créance internationaux	43 626	- 18,8	44 691	- 16,8	53 714	- 15,8
<b>Monétaires</b>	<b>487 601</b>	<b>13,4</b>	<b>466 774</b>	<b>8,6</b>	<b>429 940</b>	<b>0,2</b>
Monétaire euro	486 483	13,6	465 305	8,7	428 113	0,2
Monétaire à vocation internationale	1 118	- 38,8	1 469	- 19,6	1 827	- 13,9
<b>Autres</b>	<b>93 380</b>	<b>- 17,4</b>	<b>100 087</b>	<b>- 11,5</b>	<b>113 054</b>	<b>17,7</b>
Garanti ou assorti d'une protection	13	- 88,5	87	- 20,6	110	- 18,0
Fonds à formule	70 682	- 5,9	70 249	- 6,5	75 149	8,2
OPCVM de fonds alternatifs	22 685	- 40,0	29 751	- 21,3	37 795	42,6
<b>Total</b>	<b>1 143 264</b>	<b>- 15,4</b>	<b>1 204 361</b>	<b>- 10,9</b>	<b>1 351 608</b>	<b>0,6</b>

Source : AMF

## C – Les fonds non réglementés sur le devant de la scène

### 1 > Gestion alternative

L'effet de la détérioration des perspectives économiques et financières sur les marchés conjugué à un accroissement de la corrélation entre les rendements des différentes stratégies s'est traduit par une baisse généralisée des performances et des encours des *hedge funds*<sup>(15)</sup>. Seules quelques stratégies spécifiques sont parvenues à afficher des performances positives (voir tableau 15).

Ayant pu être interprétées à la lumière de l'incapacité des stratégies *Market Neutral* ou *Long-Short Equity* à s'affranchir de biais directionnels, ces performances négatives ont accéléré le mouvement de décollecte attribuable initialement et en partie au besoin de liquidité des banques et autres investisseurs institutionnels. Cette perte de confiance et les retraits des investisseurs ont probablement atteint leur paroxysme en fin d'année à la suite de la faillite, le 11 décembre 2008, de Madoff Securities, gérant de *hedge funds* et courtier new-yorkais.

(15) Différentes mesures sont proposées par des sources privées, comme Barclay Hedge, qui rapporte une baisse des encours de 18,5% de 2 107,8 milliards de dollars à 1 718,4 entre fin 2007 et le 3<sup>e</sup> trimestre 2008, ou HFR, qui rapporte une baisse de 7,9% de 1 868,4 milliards à 1 721,5 milliards de dollars sur la même période. Toutes ont des biais propres, liés à la représentativité des échantillons et plus généralement à la méthodologie. Elles ont en outre l'inconvénient de ne pas couvrir la totalité de 2008.

Au total, contrairement à ce qui a été observé plus haut pour les OPCVM, les désinvestissements des porteurs semblent avoir été la première cause de la baisse inédite des encours mondiaux de *hedge funds*. Ils expliquent en tout cas la nécessité qu'ont eu les régulateurs de marché d'autoriser des dispositifs d'urgence destinés à organiser les désinvestissements dans des circonstances exceptionnelles d'illiquidité des marchés (instauration de *gates* et de *side pockets*, cf. *infra*, chapitre 4, pages 157-158).

Tableau 15 : performances des principales stratégies de *hedge funds* en 2008 (en%)

	Variation 2008
Convertible Arbitrage	- 26,55
CTA Global	15,65
Equity Market Neutral	- 8,38
Event Driven	- 18,48
Equity Long/Short	- 18,94
S&P500	- 37,00
Lehman Global Bond	16,74

Source : Edhec Risk

## 2 > Private equity

A l'échelle mondiale, les encours gérés par l'industrie mondiale du *private equity* restent largement concentrés aux Etats-Unis et, en Europe, au Royaume-Uni, où ils ont, jusqu'à la mi-2007, particulièrement bénéficié des grosses opérations de *Leveraged BuyOut* (LBO) dans le contexte d'abondance du crédit. Depuis, le resserrement des conditions de crédit, par ses effets sur la valeur des entreprises endettées, a particulièrement affecté ce segment de marché des LBO. Néanmoins, la crise financière a également pesé sur les autres segments de marché de l'industrie du *private equity* et sur l'ensemble de la chaîne de valeur, par l'effet simultané du durcissement des contraintes de financement de nouveaux projets, de la baisse de valeur des investissements et des difficultés de cession. Evaluées sur la base de l'indice mondial du *private equity* coté de Standard & Poor's, la performance de cette industrie est ressortie à - 18,61% sur l'année 2008. Bien qu'il concerne des montants de financement proportionnellement faibles, le segment du capital développement (*venture capital*) – peut-être parce qu'il constitue une alternative attractive au financement bancaire – a cependant semblé faire exception. Il s'est avéré particulièrement dynamique en France, où le poids du capital investissement est relativement important, l'évolution des encours des fonds a fait preuve de résistance (voir chapitre 4-II.C.6). Selon l'AFIC, les montants investis en capital investissement au premier semestre 2008 ont enregistré une croissance de 69% sur un an.

De façon générale, malgré les performances enregistrées, la recherche d'alternatives aux placements traditionnels a favorisé les levées de fonds réalisées par le *private equity* en 2008. En France, elles ont en outre bénéficié de réductions d'impôt destinées à encourager l'investissement dans les PME non cotées (voir *infra* chapitre 4 page 173).

1

2

3

4

5

6

7

8