



CARTOGRAPHIE 2023 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Benoît de Juvigny, secrétaire général

Kheira Benhami, cheffe économiste



Plan de la présentation

□ La normalisation monétaire a modifié l'environnement macro-financier

- Installation durable de l'inflation, accélération de la normalisation des politiques monétaires, fin de plus d'une décennie de taux bas
- Risque de correction sur les marchés
- Risques liés à l'endettement : soutenabilité de la dette/capacité de refinancement

□ Des conditions de financement qui se dégradent...

- Une correction en 2022 mais des records historiques de valorisation début 2023
- Des événements de marchés qui mettent au jour des vulnérabilités
- L'impact de la hausse des taux dont les effets ne se sont pas encore entièrement matérialisés

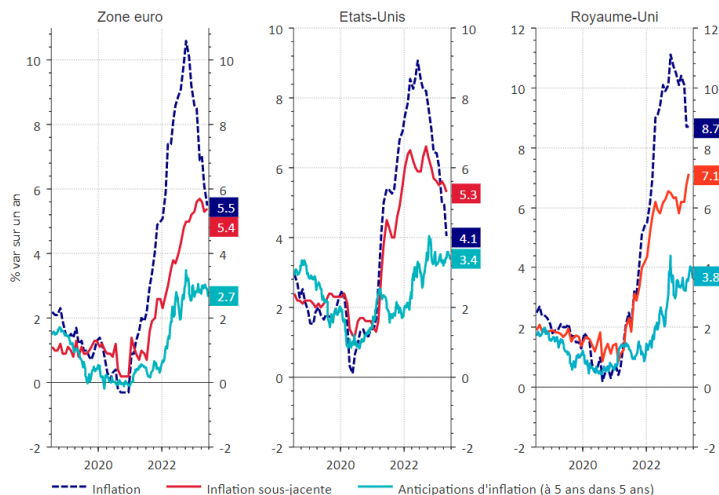
□ ... et qui appellent à la vigilance

- Risques de stabilité financière liés à la capacité des acteurs à s'adapter au nouvel environnement de taux
- Vulnérabilités dans les secteurs de l'immobilier commercial et de la finance privée

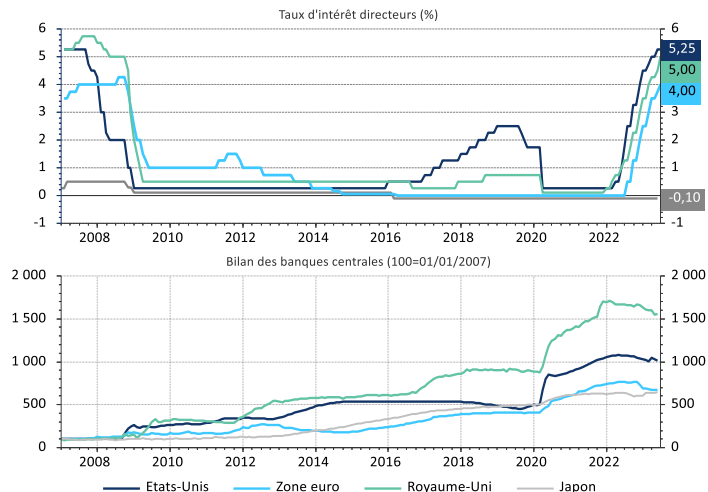
L'inflation persistante a entraîné une normalisation des politiques monétaires

- En 2022, l'inflation s'est installée durablement, incitant les banques centrales à accélérer la normalisation de leurs politiques monétaires, mettant ainsi fin à plus d'une décennie de taux bas
- Contexte d'incertitude forte sur la durée de cette normalisation
- L'inflation sous-jacente reste élevée, malgré la baisse des cours des matières premières, faisant craindre le maintien de taux d'intérêt élevés sur une période plus longue qu'initialement anticipé

Inflation aux États-Unis et en Europe



Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales

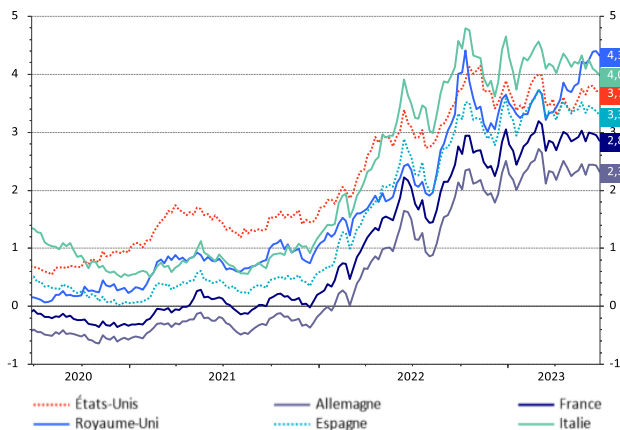


Sources : Datastream Refinitiv - Dernière observation : Mai/Juin 2023

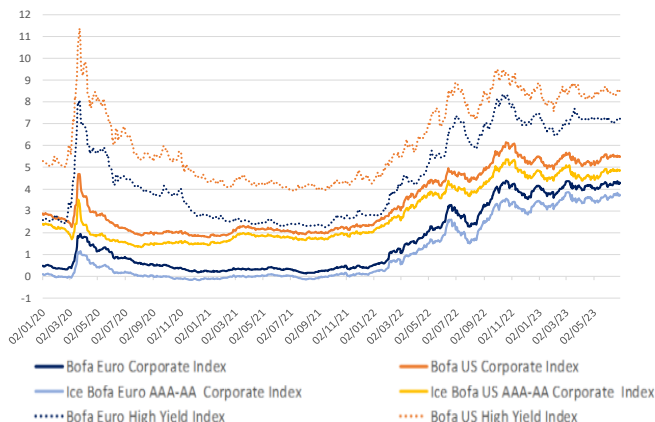
Le processus de normalisation monétaire a conduit à une correction globale des prix des actifs en 2022 (1/2)

- La normalisation rapide des politiques monétaires par les banques centrales a conduit à une réévaluation générale des prix des actifs en 2022, avec notamment une correction conjointe sur les marchés d'obligations et d'actions
- Sur le marché obligataire, la correction a touché les titres de manière relativement homogène quelle que soit la notation ou les types d'actifs. La volatilité obligataire a fortement augmenté depuis le printemps 2022 et reste élevée sur le premier semestre 2023

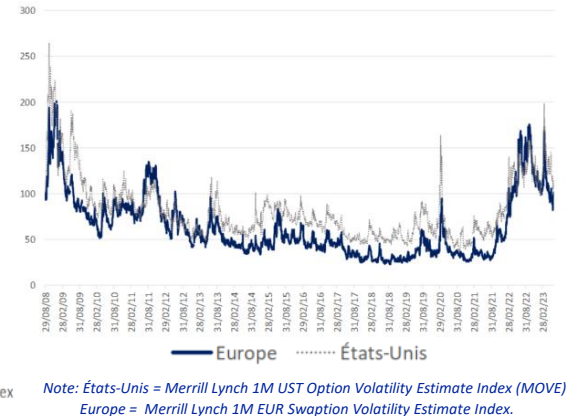
Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans (en %)



Taux des obligations *corporate* (%)



Volatilité obligataire

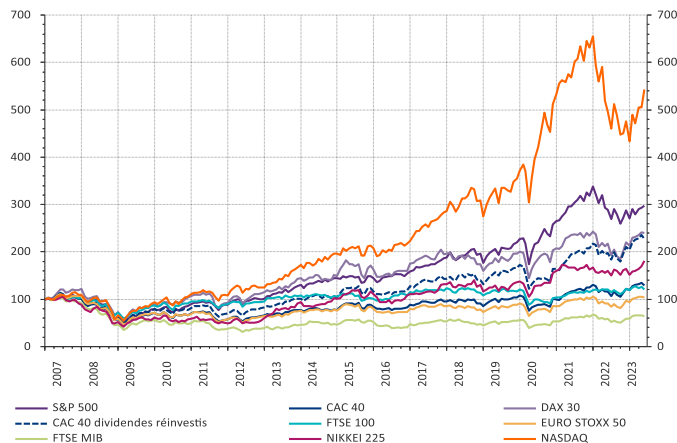


Sources : Refinitiv Datastream et Bloomberg

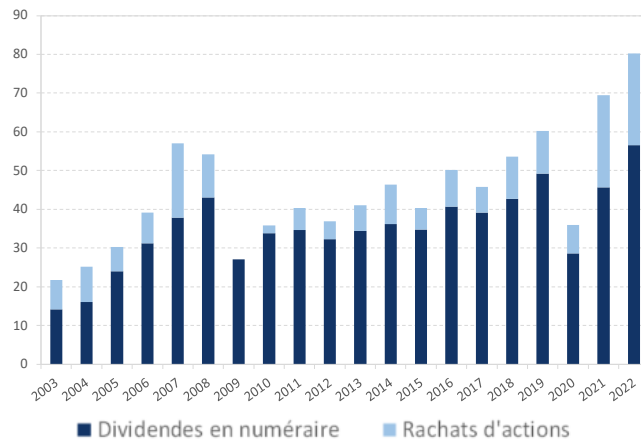
Le processus de normalisation monétaire a conduit à une correction globale des prix des actifs en 2022 (2/2)

- Sur les marchés d'actions, la correction a affecté la quasi-totalité des places financières : -6,7 % sur le CAC40 (dividendes réinvestis) et -18 % sur le S&P 500
- Les montants des dividendes versés et des rachats d'actions ont augmenté en 2022
- Interruption de ce mouvement de correction au début de l'année 2023, un net rebond étant même enregistré. Le CAC 40 a bénéficié de sa forte concentration sur les valeurs du luxe et a atteint fin avril 2023 un niveau record à près de 7 600 points

Évolution des indices boursiers (base 100=01/01/07)



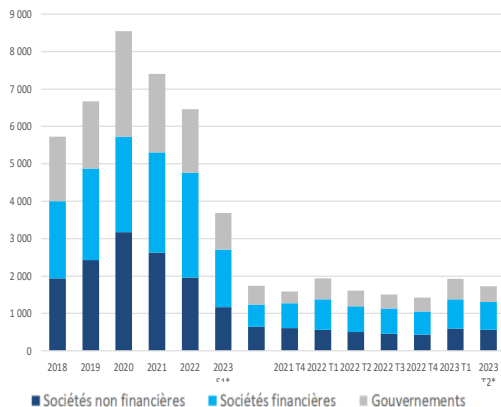
Dividendes et rachats d'actions en France (en milliards d'euros)



L'activité sur les marchés primaires s'est fortement contractée

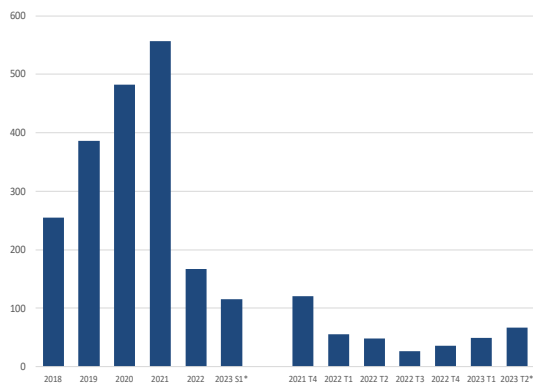
- ❑ La volatilité accrue des marchés et l'augmentation du coût du crédit ont contribué à une diminution de près de 30 % des capitaux levés sur les marchés obligataires par les sociétés non financières au niveau mondial en 2022. Les émissions repartent néanmoins à la hausse sur le premier semestre 2023.
- ❑ L'augmentation des coûts de financement a pesé tout particulièrement sur le segment des obligations à haut rendement (*high yield*)
- ❑ Les introductions en bourse se sont effondrées en 2022 et sur les premiers mois de 2023, en particulier aux États-Unis et en Europe, confirmant le mouvement d'attrition de la cote observé depuis plusieurs années

Émissions obligataires dans le monde (en milliards d'euros)

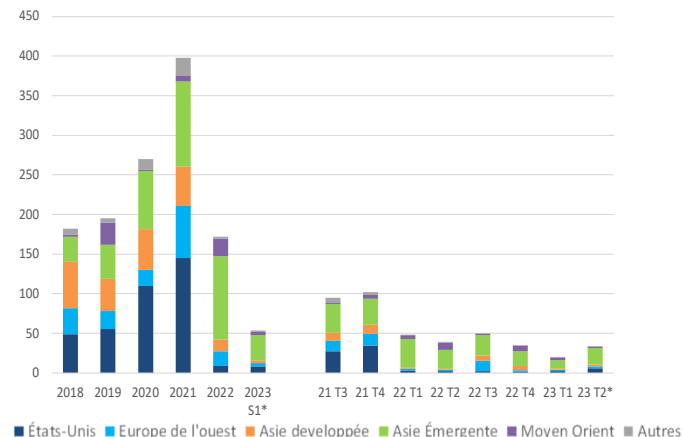


Source : Refinitiv Datastream

Émissions obligataires *high yield* des sociétés non financières, monde (en milliards d'euros)



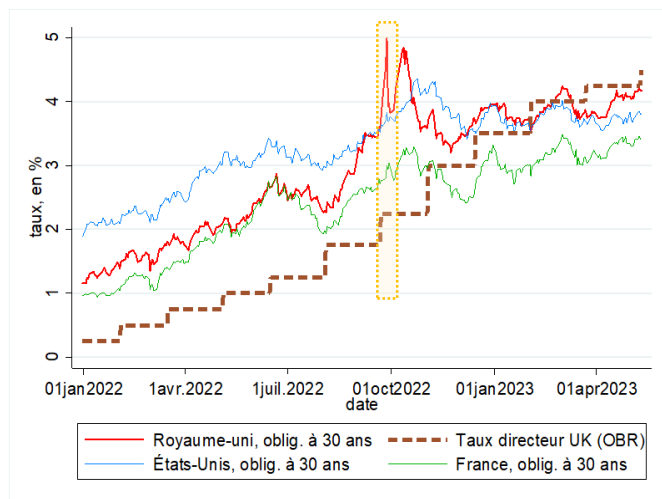
Introductions en bourse (capitaux levés en milliards d'euros)



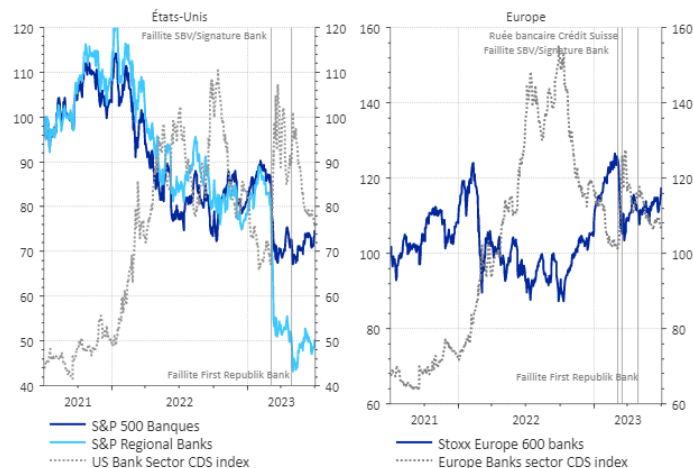
De récents événements illustrent les risques liés au nouvel environnement de taux

- Le **recours au levier** des fonds de pension à prestation définie, via des stratégies de *Liability Driven Investment* (ou LDI), a entraîné des ventes massives sur les marchés d'obligations d'État britannique et nécessité une intervention de la Banque d'Angleterre
- La faillite de plusieurs banques régionales américaines, confrontées à une fuite massive des dépôts, a constitué une illustration de la matérialisation du **risque de liquidité** et pose la question de la valorisation des actifs dans un univers de taux plus élevés

Évolution des rendements sur obligations souveraines à 30 ans et taux directeurs britanniques



Évolution des cours des indices boursiers et CDS dans le secteur bancaire (en points de base)

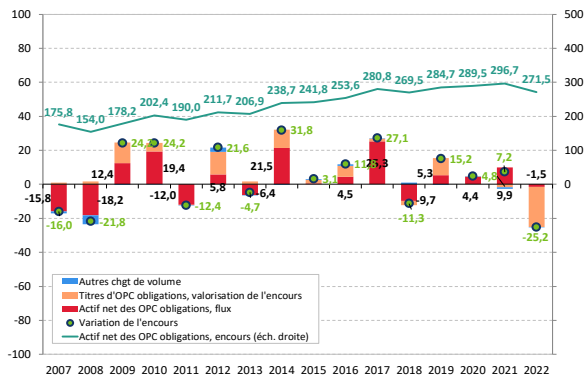


Sources : Refinitiv Datastream

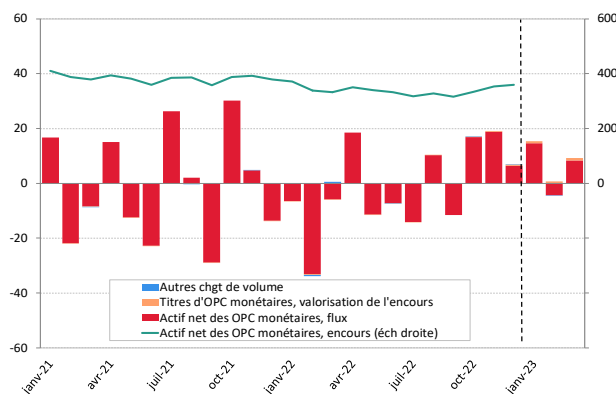
Baisses d'encours des fonds français en 2022 à la suite d'un effet marché

- ❑ Les fonds obligataires français ont enregistré la plus forte baisse d'encours depuis 2007 mais cette baisse s'explique essentiellement par la forte correction marquée sur les prix d'actifs consécutive à la hausse des taux (les flux n'expliquent que 6,9 % de la diminution des encours)
- ❑ Les fonds monétaires bénéficient positivement de la hausse des taux avec une forte augmentation des souscriptions à partir du quatrième trimestre 2022.
- ❑ Ils ont également significativement réduit la maturité moyenne de leurs titres en portefeuille. La hausse des taux a eu pour conséquence l'augmentation du rendement des titres de dette nouvellement émis et la hausse quasi instantanée de la rentabilité des fonds monétaires.

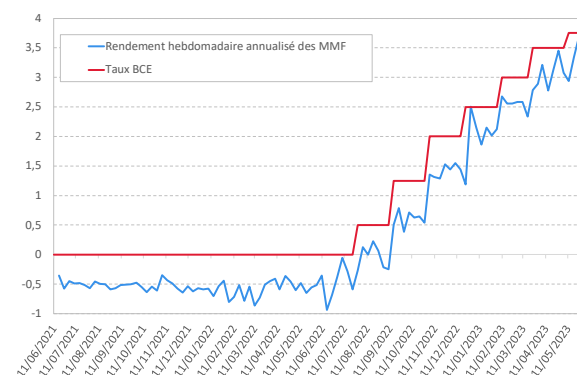
Encours des fonds obligataires (en milliards d'euros)



Encours des fonds monétaires (en milliards d'euros)



Évolution de la performance moyenne des fonds monétaires français et des taux BCE

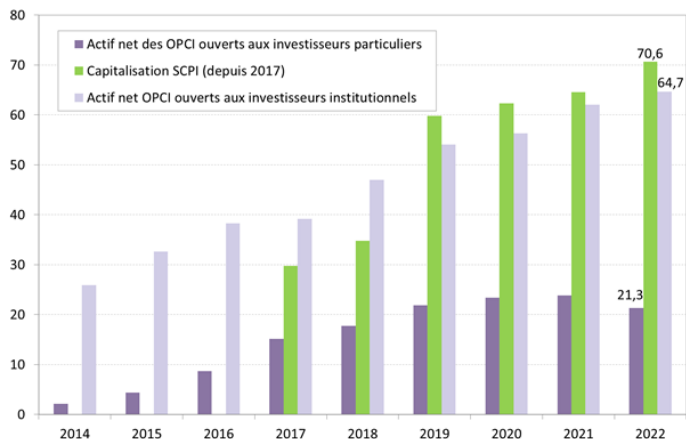


Sources : AMF, Banque de France

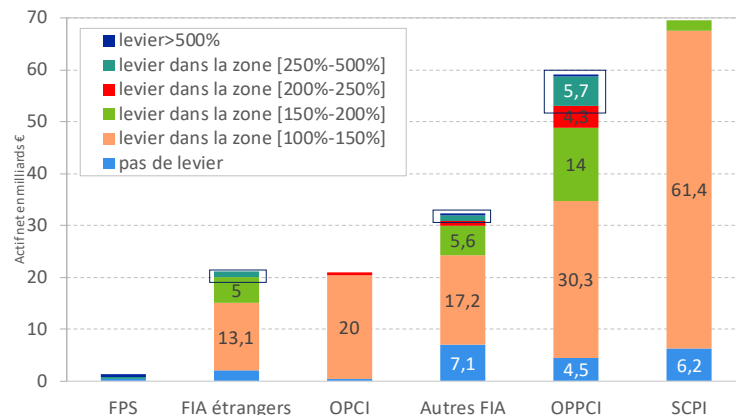
La situation des fonds immobiliers appelle à la vigilance

- Les vulnérabilités que connaît en particulier le secteur de l'immobilier commercial depuis quelques années (baisse du nombre de transactions et baisse significative des prix), ainsi que l'environnement actuel incertain appellent à la vigilance renforcée
- L'asymétrie des profils de liquidité entre l'actif et le passif constatée, ainsi que le recours parfois substantiel à l'effet de levier dans certains cas, constituent des vulnérabilités que le ralentissement, voire le retournement du marché, pourrait cristalliser
- La problématique de la valorisation des biens pour l'immobilier commercial constitue également un point d'attention

Encours des fonds immobiliers français (milliards d'euros)



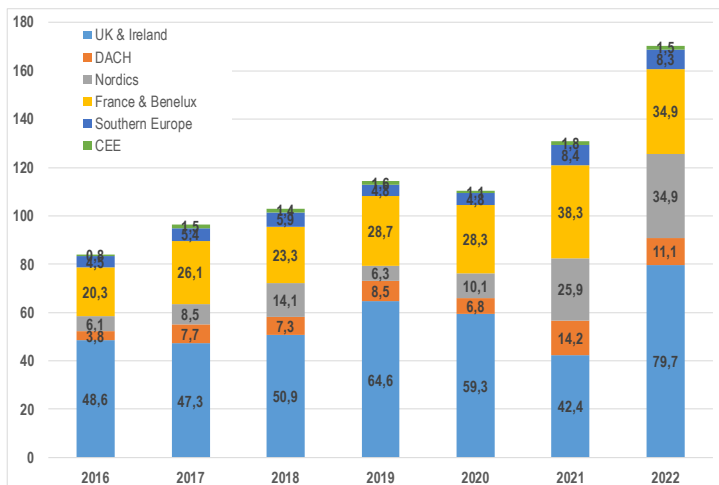
Répartition des encours des fonds immobiliers en fonction du levier au 30 septembre 2022 (milliards d'euros)



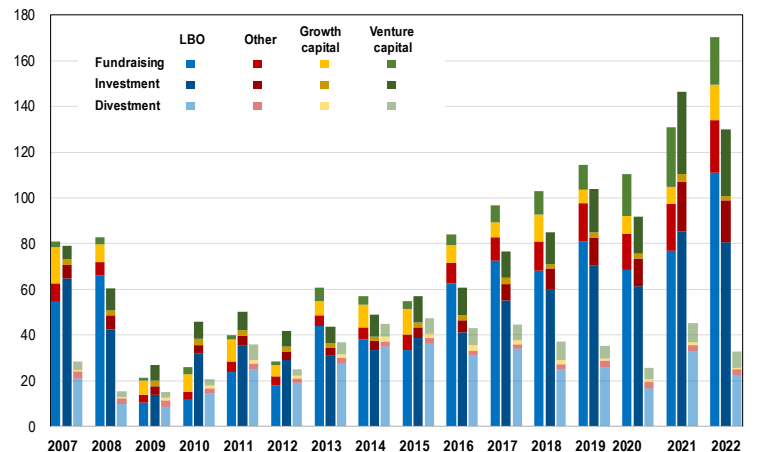
Capital investissement : une croissance globale des encours mais un retournement des indicateurs d'activité

- Depuis mi-2022, ce secteur, dont les encours sont évalués à près 1 216 milliards de dollars en Europe, affiche des signes de baisse d'activité avec une diminution des investissements et des opérations de désinvestissement
- Après une décennie de hausse, les multiples de valorisation des LBO sont orientés à la baisse et s'établissent à 10,7% en 2022
- Le retournement conjoncturel en cours pourrait néanmoins se traduire par des contraintes de (re)financement sur les marchés de la dette à effet de levier, dans un contexte d'anticipation de hausse des taux de défaut des entreprises de qualité de crédit spéculative

Levées de capital par zone géographique en Europe (mds EUR)



Levées de fonds et désinvestissement des fonds de *private equity* européens (mds d'euros)



Sources : *Europe Invest*, AMF

1

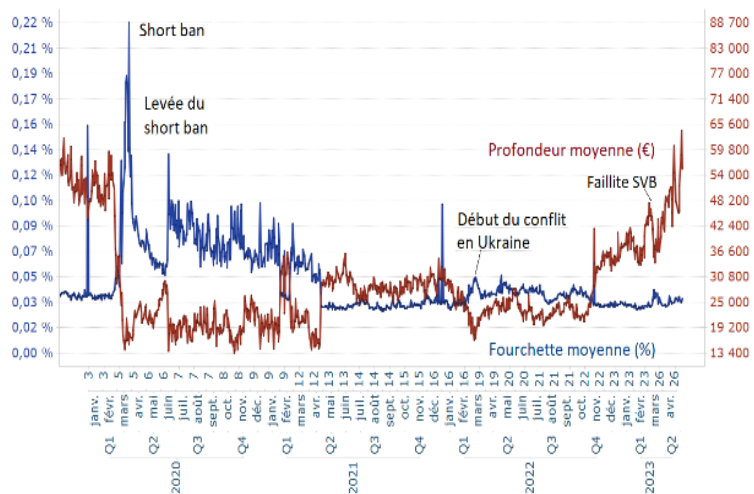
STABILITÉ FINANCIÈRE

	Description des risques	Niveau mi-2023	Perspectives 2024
Stabilité financière	<p>1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ; cristallisation des corrections lorsque les valorisations peinent à refléter les modifications des données fondamentales</p> <p>Risques géopolitiques qui demeurent importants</p> <p>Niveaux de valorisations élevés malgré des primes de risques qui se sont appréciées</p> <p>Risques liés à la persistance de l'inflation</p>		↗
	<p>2. Adaptation au nouvel environnement de taux et manque de coordination des politiques monétaires</p> <p>Impact sur l'ensemble des acteurs du système financier :</p> <ul style="list-style-type: none"> - première matérialisation avec les faillites des banques régionales aux US - impact sur le secteur immobilier (immobilier commercial en particulier) et le private equity <p>Risque de désynchronisation des politiques monétaires entre les États-Unis et l'Europe en raison de différence de nature du choc inflationniste à l'œuvre</p>		↗
	<p>3. Risque de crédit, risque de refinancement, soutenabilité de la charge de la dette</p> <p>Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 et des impacts de la crise ukrainienne (bouclier tarifaire)</p> <p>Hausse des coûts de financement</p> <p>Début de hausse des défauts d'entreprises retardé par les politiques publiques de soutien</p>		↗

Des conditions de marchés contrastées

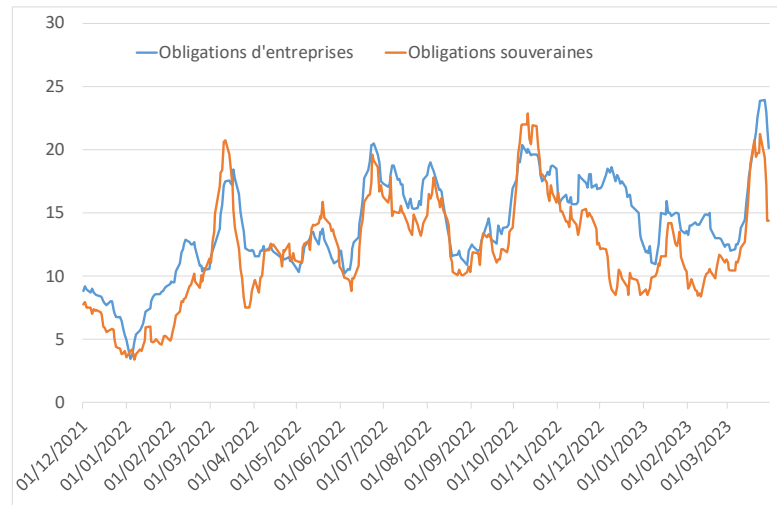
- ❑ Après une forte détérioration au moment de l'éclatement du conflit en Ukraine, les conditions de liquidité se sont significativement détendues sur les marchés actions
- ❑ À l'inverse, les marchés obligataires connaissent une forte dégradation de leur liquidité en 2022

Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite
(Euronext Paris, CAC 40, en euros, %)



Sources : Refinitiv, AMF

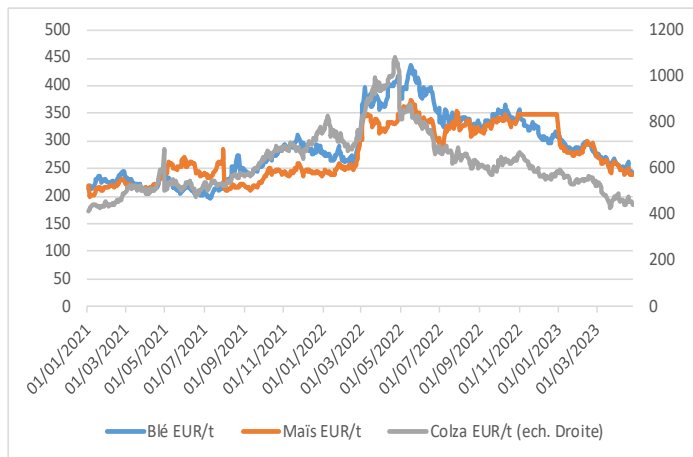
Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités
(en points de base – médiane mobile 10 jours)



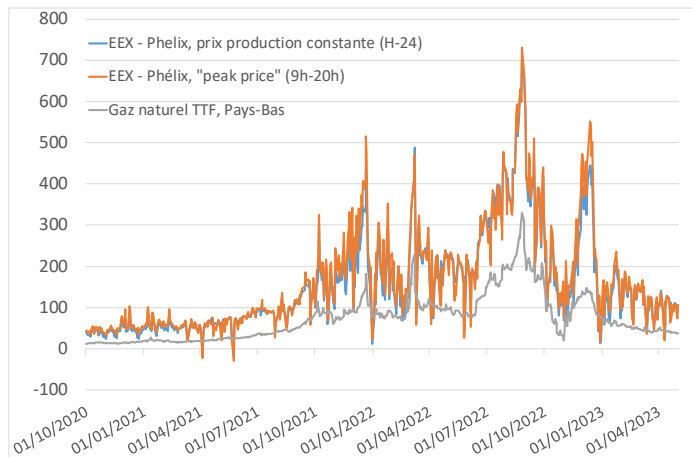
Après les fortes tensions de l'été, les prix sur les marchés de matières premières se détendent

- L'amorce de négociations pour la mise en place d'un couloir d'exportations en mer Noire à partir du mois de mai et son officialisation en juillet 2022 ont permis une détente relativement rapide des cours des contrats grains
- On observe une dynamique baissière des cours de l'énergie qui sont depuis redescendus à moins 40 euros /MWh pour le gaz naturel et autour de 100 euros pour l'électricité
- Afin de limiter de potentielles nouvelles hausses de prix excessives, l'Europe s'est dotée, en février 2023, d'un mécanisme de correction des prix (*market correction mechanism*, ou MCM) qui vise à plafonner, dans certaines conditions, le prix du gaz à 180 euros/MWh

Prix des contrats Euronext-MATIF
(en euros par tonne)



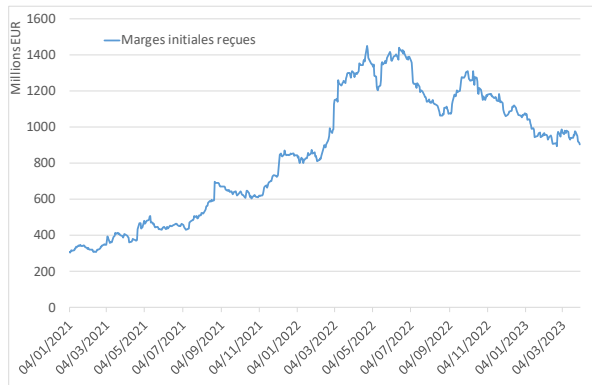
Prix de l'électricité et du gaz naturel en Europe
(prix mensuel en euros par MWh)



Des appels de marges en baisse mais une augmentation des volumes échangés de gré à gré

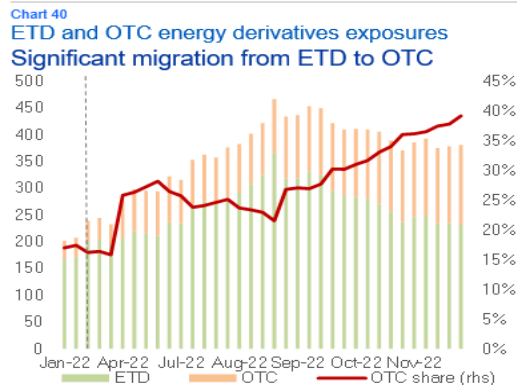
- En 2022, les appels de marges inédits ont mis en difficulté des acteurs majeurs du secteur de l'énergie et nécessité l'intervention des pouvoirs publics
- Les volumes de transactions réalisées de gré à gré ont sensiblement augmenté à partir de l'été 2022, alors que les prix et les appels de marge atteignaient leurs plus hauts niveaux : ils sont passés d'environ 20 % des volumes en début d'année 2022 à près de 40 % en décembre 2022

Marges initiales reçues par LCH sur les dérivés sur matières premières agricoles (en millions d'euros)



Sources : ESRB, ESMA

Positions sur produits dérivés énergétique chez les contreparties européennes (en milliards d'euros)



Note: Outstanding amounts on natural gas and power derivatives for NFCs, in EUR bn and share of OTC in %. Intragroup trades are excluded. Dashed line shows the beginning of the invasion of Ukraine.
Sources: TRs, ESMA.

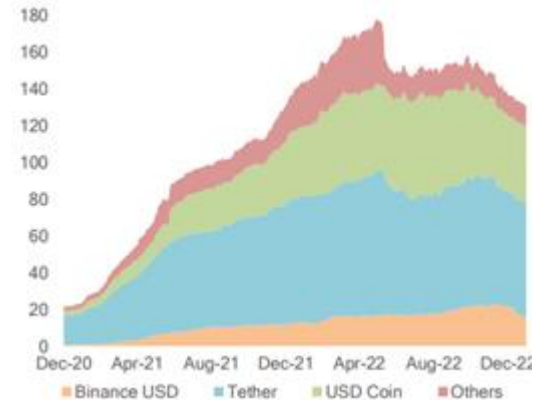
Le « crypto- winter », une correction généralisée sur les marchés de crypto-actifs

- Depuis les records atteints début novembre 2021, le Bitcoin et l’Ethereum ont perdu 60 % de leur valeur. La capitalisation des *stablecoins* a reculé à 130 milliards de dollars fin 2022 (contre 180 milliards début 2022)
- Plusieurs secousses ont perturbé l’écosystème des crypto-actifs dans son ensemble : effondrement du Terra-Luna en mai 2022, faillite de la plateforme Celsius Network en juillet 2022, scandale et faillite FTX en novembre 2022
- Depuis fin 2022, les cours repartent néanmoins à la hausse
- La construction de l’environnement réglementaire se poursuit en Europe : le régime Pilote encadrant le recours à la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology*, ou DLT), le règlement DORA sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier, le règlement sur les marchés de crypto-actifs MICA
- Mais l’absence de consensus réglementaire pourrait favoriser comportements opportunistes (arbitrage réglementaire)

Cours des principaux crypto-actifs en dollars



Capitalisation boursière des principaux stablecoins (milliards USD)



2

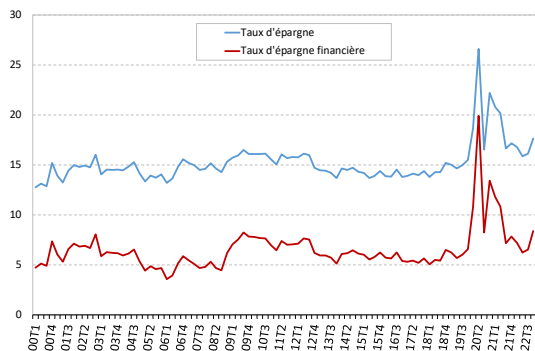
ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS

	Description des risques	Niveau mi-2023	Perspectives 2024
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résilience des marchés en 2022-début 2023 mais nervosité et réactivité aux événements adverses Fin des soutiens des autorités (banques centrales, superviseurs...) Incertitude sur le rythme et la durée de la normalisation de la politique monétaire		↗
	5. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Risque cyber qui demeure élevé Accalmie sur les marchés de matières premières réduisant la pression sur le niveau des marges Migration des volumes vers l'OTC		→

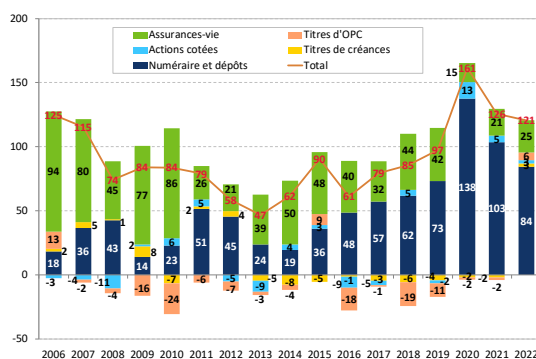
Une réallocation de l'épargne en faveur de l'épargne réglementée et des dépôts à terme

- Le taux d'épargne s'inscrit à nouveau en hausse témoignant de la reconstitution d'une épargne de précaution. Toutefois, Les tensions inflationnistes et la hausse des taux d'intérêt ont réduit le patrimoine financier brut des ménages français de 260,9 milliards d'euros sur un an à 5 785 milliards d'euros fin 2022.
- On constate une réallocation vers l'épargne réglementée et, fait nouveau, vers les comptes à terme, au détriment des dépôts à vue
- L'appétit pour le risque reste encore modéré

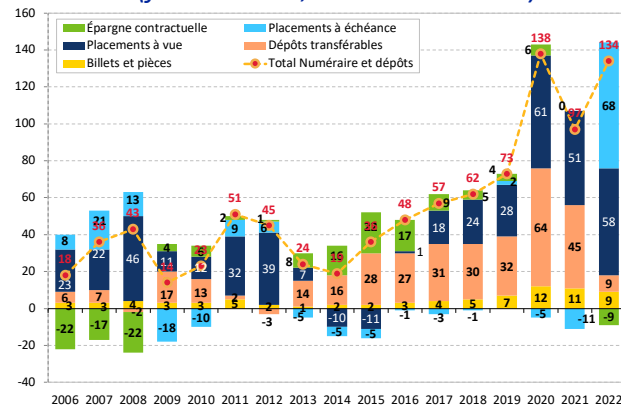
Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages
(en % du revenu disponible brut)



Flux nets de placements financiers des ménages
(milliards d'euros)



Décomposition des flux de placements du poste "numéraire et dépôts"
(flux annuels, milliards d'euros)

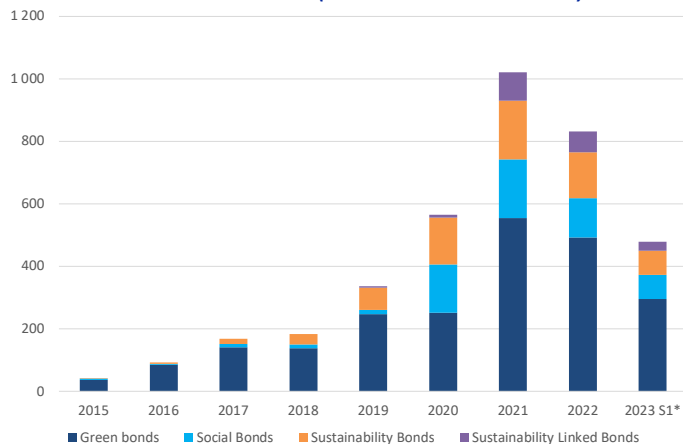


Sources : Insee, Datasream, Banque de France

Les besoins de financement de la transition énergétique ont favorisé l'essor rapide des émissions durables

- Les émissions obligataires à connotation durable (*sustainability* et *sustainability-linked bonds*, obligations sociales ou obligations vertes) ont été plus dynamiques que les autres types d'émissions mais ont néanmoins ralenti en 2022 à un peu plus de 800 milliards d'euros
- L'essor rapide des émissions durables en particulier des obligations vertes (*green bonds*), engendre des incertitudes quant à la durabilité effective de certains actifs financés
- L'initiative concernant le nouveau standard européen pour les obligations vertes constitue une réelle avancée, tout comme l'entrée en application de la directive CSRD sur la publication d'informations en matière de durabilité des entreprises et de ses normes de *reporting* détaillées pour les entreprises, effectives à partir de 2024

Émissions obligataires sur le segment de la finance durable (en milliards d'euros)



Source : Refinitiv

3

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

	Description des risques	Niveau mi-2023	Perspectives 2024
Financement de l'économie	6. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Résistance des fonds en 2022 et collecte en 2023 Remontée des taux d'intérêt entraînant un risque de défaut des entreprises Risque immobilier - signaux indiquant un retournement du marché immobilier, notamment commercial		→
	7. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Financements assurés en 2022 avec substitution par du crédit bancaire Difficultés à orienter les investisseurs vers des produits en capital		↗
	8. Difficile financement de la transition énergétique Difficultés à financer en fonds propres les investissements de long terme (transition climatique) malgré une collecte positive avérée Difficultés exacerbées par la hausse des taux		↗
	9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Poursuite des vagues d'arnaques Frontière devenant floue entre jeu et investissement		→

Conclusion - Synthèse des risques 2023

	Description des risques	Niveau mi-2023	Perspectives 2024
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ; Cristallisation des corrections lorsque les valorisations peinent à refléter les modifications des données fondamentales Risques géopolitiques qui demeurent importants Niveaux de valorisations élevés malgré des primes de risques qui se sont appréciées Risques liés à la persistance de l'inflation		↗
	2. Adaptation au nouvel environnement de taux et manque de coordination des politique monétaires Impact sur l'ensemble des acteurs du système financier : - première matérialisation avec les faillites des banques régionales aux US - Impact sur le secteur immobilier (immobilier commercial en particulier) et le private equity Risque de désynchronisation des politiques monétaires entre les États-Unis et l'Europe en raison de différence de nature du choc inflationniste à l'œuvre		↗
	3. Risque de crédit, risque de refinancement, soutenabilité de la charge de la dette Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 et des impacts de la crise ukrainienne (bouclier tarifaire) Hausse des coûts de financement Début de hausse des défauts d'entreprises retardé par les politiques publiques de soutien		↗
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résilience des marchés en 2022-début 2023 mais nervosité et réactivité aux événements adverses Fin des soutiens des autorités (banques centrales, superviseurs...) Incertitude sur le rythme et la durée de la normalisation de la politique monétaire		↗
	5. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Risque cyber qui demeure élevé Accalmie sur les marchés de matières premières réduisant la pression sur le niveau des marges Migration des volumes vers l'OTC		→
Financement de l'économie	6. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Résistance des fonds en 2022 et collecte en 2023 Remontée des taux d'intérêt entraînant un risque de défaut des entreprises Risque immobilier - signaux indiquant un retournement du marché immobilier, notamment commercial		→
	7. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Financements assurés en 2022 avec substitution par du crédit bancaire Difficultés à orienter les investisseurs vers des produits en capital		↗
	8. Difficile financement de la transition énergétique Difficultés à financer en fonds propres les investissements de long terme (transition climatique) malgré une collecte positive avérée Difficultés exacerbées par la hausse des taux		↗
	9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Poursuite des vagues d'arnaques Frontière devenant floue entre jeu et investissement		→

Très élevé		En baisse	↘
Élevé		Stable	→
Significatif		En hausse	↗
Faible			

QUESTIONS ET RÉPONSES