

Cartographie des risques 2016

Benoît de Juvigny, secrétaire général
Stéphane Gallon, chef économiste

Conférence de presse – 7 juillet 2016

Principales informations nouvelles intégrées dans la cartographie des risques 2016

Dans l'environnement des marchés

- Referendum pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne *Brexit*
- Renforcement de la politique monétaire accommodante de la Banque Centrale Européenne
- Risque géopolitique croissant
- Pas de reprise de l'inflation ; une croissance mondiale rééquilibrée (ralentissement des pays émergents / rebond dans les pays développés dont la zone euro)

Sur les marchés financiers eux-mêmes

- Chute du prix du pétrole en 2015, suivie d'un rebond en 2016
Cf. cartographie 2015 : impact sur obligataire *high-yield*, etc.
- Taux d'intérêt encore plus bas en zone euro (y compris à cause du *Brexit*)
- Plusieurs épisodes de chocs sur les marchés actions (août 2015, janvier - février et juin 2016), et des valeurs financières attaquées

Cf. cartographie 2015 : croissance dans les pays émergents, *Contingent Convertible Bonds (Cocos)*, ...

- Signaux d'alerte sur certains segments de gestion d'actif aux Etats-Unis (*ETFs* en août 2015, *Third Capital* en décembre 2015)

Principales conséquences pour la cartographie des risques 2016

- Un nouveau risque : le *Brexit*

- Risques revus à la hausse
 - Re-tarification brutale des actifs (volatilité ; incertitude)
 - Effets négatifs des taux d'intérêt bas (fragilisation des banques...)
 - Risque de crédit, et endettement insoutenable
 - Organisation des marchés et infrastructures (incertitudes liées au *Brexit*)

- Risques revus à la baisse
 - Remontée incontrôlée des taux d'intérêt => peu probable
 - Accès au financement pour les sociétés non financières => peu de difficultés
 - Environnement économique plus favorable en zone euro



Brexit
Une décision sans précédent
Une entrée en territoire inconnu

Brexit : le principal risque, l'incertitude (1/2)

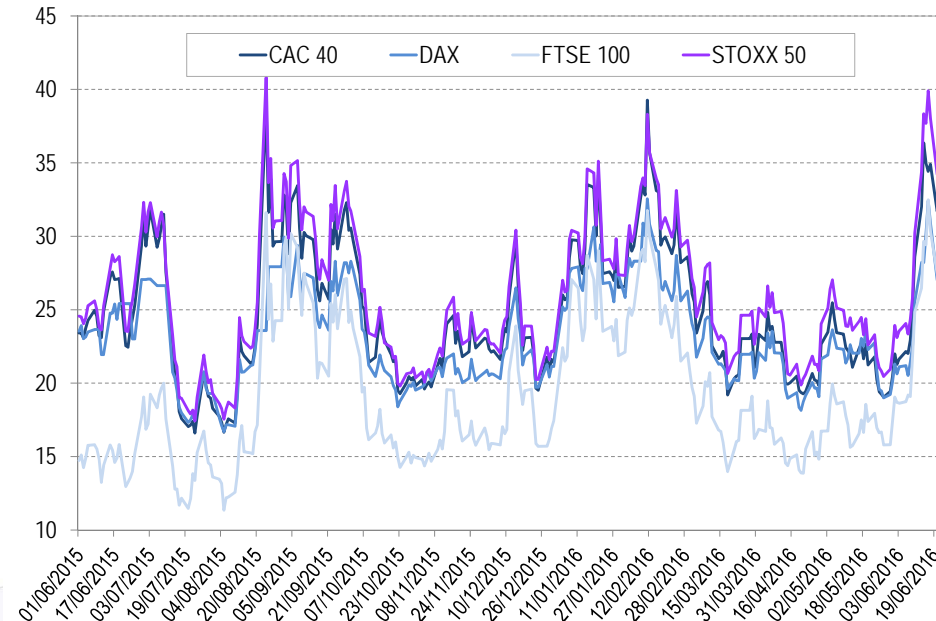
- Effet direct : ouverture d'une période d'incertitude sur les conditions de la sortie
 - Statut final du Royaume-Uni ?

N.B. Dans notre cartographie, nous intégrons une hypothèse : le Royaume-Uni est supposé devenir un pays tiers (*) sans aucun accord spécifique avec l'Union européenne.

 - Calendrier (2 ans prorogables ; à partir de quand ?) ?
 - Aucun précédent historique auquel se référer

- Une hausse immédiate de la volatilité et de la prime de risque (le canal de la confiance et le canal financier jouent instantanément)

Évolution des principaux indices de volatilité implicite (source : Bloomberg)



(*) : hypothèse importante pour les analyses qui suivent

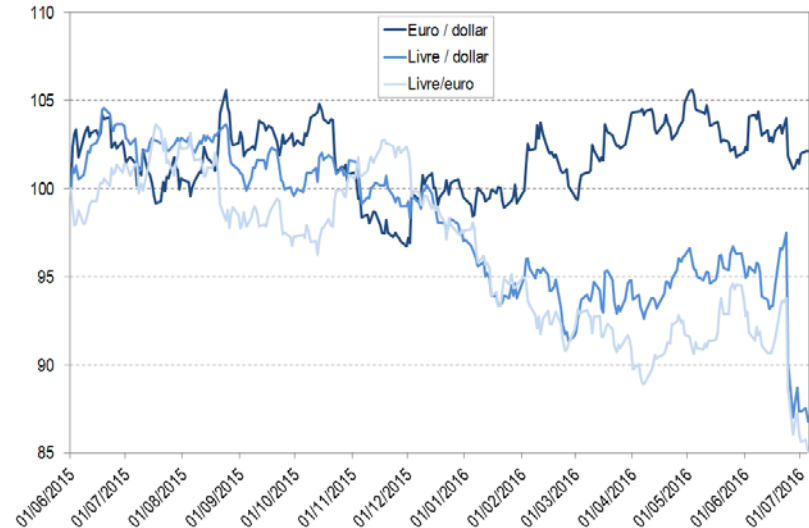
Brexit : le principal risque, l'incertitude (2/2)

- Des effets indirects également forts, au-delà des seules conditions de la sortie
 - Instabilité politique au Royaume-Uni (cours de la £)
 - Doutes sur le projet européen (cours de l'€)
 - Doutes sur l'intégrité de la zone euro (évolution des *spreads* intra zone euro)

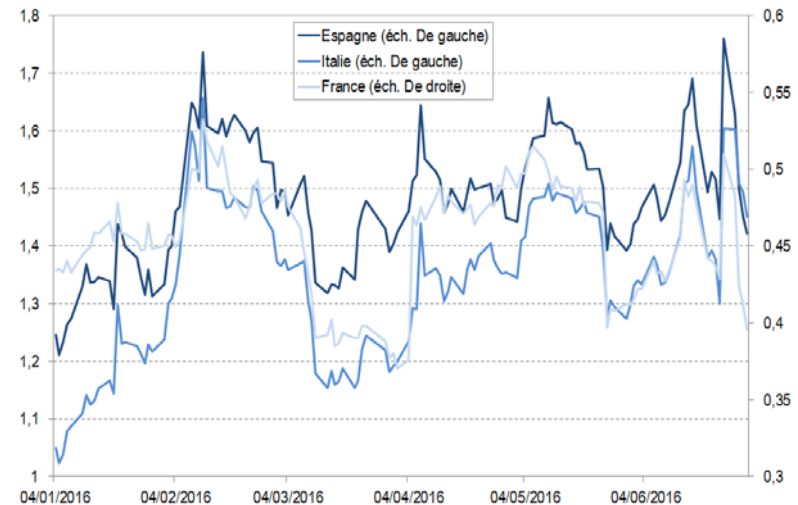
- Un choc additionnel interne à l'Europe qui renforce les aléas géopolitiques déjà puissants (calendrier électoral...) et qui éloigne encore plus la normalisation monétaire

- Un contexte pénalisant pour la croissance, mais surtout au Royaume-Uni (effet dépressif de l'incertitude sur l'investissement et la consommation privées)

Cours de la livre sterling et de l'euro
(source : Bloomberg ; base 100 au 1^{er} juin 2016)



Spreads souverains en zone euro (taux 10 ans contre Bund ; source : Eikon)



Brexit : quelques éléments de continuité à court terme

Absence de rupture immédiate entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, y compris pour le commerce extérieur (le canal commercial ne jouera qu'ultérieurement, conditionnellement à l'issue des négociations à venir sur les accords douaniers et tarifaires, sous réserve des anticipations et du change)

- Le Royaume-Uni reste membre de l'Union européenne et participe aux instances de décision (à l'exception des délibérations et décisions du Conseil européen sur les fixations des modalités de sortie)
- La *Financial Conduct Authority* (FCA) demeure membre à part entière de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)
- Les textes européens en vigueur ou qui entreront en vigueur durant la période de négociation s'appliquent au Royaume-Uni (par exemple Abus de marché ou, en janvier 2018, le nouveau cadre sur les marchés d'instruments financiers (MIF2))
- Au jour de sa sortie, le Royaume-Uni devrait disposer de la même réglementation que l'Union européenne : « pays tiers avec règles équivalentes » (règles conservées par continuité, sous réserve d'une internalisation en droit britannique pour les règlements européens qui sont d'application directe)

Brexit et infrastructures de marché : des points de vigilance pour la régulation financière

La compensation

- Capacité des adhérents compensateurs de l'Union à utiliser les chambres de compensation britanniques (charges prudentielles additionnelles si ces chambres ne sont pas reconnues par l'Union)
- Compensation des contrats libellés en euro dans un territoire situé hors de l'Union ?

La surveillance des marchés

- Incertitude sur l'accès aux données MIF (prestataires de services d'investissement et plates-formes britanniques)
 - Pérennité des dispositifs d'échanges de données et de coopération (entre les autorités compétentes nationales des Etats membres et les autorités compétentes britanniques) ?
 - Un questionnement qui concerne :
 - les transactions déclarées par les prestataires de services d'investissement (sous MIF 1) mais aussi celles déclarées par les plateformes britanniques (sous MIF 2)
 - l'accès de l'AMF aux données d'ordres de plateformes britanniques via la FCA sous MIF 2
- L'accès aux données des référentiels centraux pour les transactions sur les dérivés (EMIR)
 - 4 des 6 référentiels enregistrés et supervisés par l'ESMA sont au Royaume-Uni, et deviendraient donc localisés dans un pays tiers
 - Une procédure d'équivalence et de reconnaissance est prévue
 - elle n'a jamais été mise en œuvre et paraît complexe
 - elle requiert de plus que le Royaume-Uni crée son propre régime de supervision

Brexit et gestion d'actifs : l'accès aux marchés tiers (1/2)

- En attendant l'issue de la négociation sur la sortie du Royaume-Uni, rien ne change mais des phénomènes d'anticipation peuvent jouer
 - Exemple : allocation des fonds OPCVM (ces fonds ne peuvent pas investir plus de 30 % dans des fonds non-OPCVM ; or les fonds britanniques ne seront plus des OPCVM une fois le Royaume-Uni pays tiers)

- Une fois le Royaume-Uni sorti, le passeport OPCVM intra européen ne sera plus accessible
 - Pour les fonds du Royaume-Uni à destination de l'Union européenne
 - Pour les fonds de l'Union européenne à destination du Royaume-Uni

- Des solutions existent, qui visent plutôt la clientèle professionnelle
 - Le régime du placement privé (pays par pays)
 - Un régime européen de passeport « pays tiers »
 - Celui-ci est prévu dans le cadre de la directive AIFM
 - Il n'existe pas pour les OPCVM

Brexit et gestion d'actifs : l'accès aux marchés tiers (2/2)

➤ Les enjeux quantitatifs

- Royaume-Uni pays de destination
 - 195 fonds français commercialisés au Royaume-Uni
 - 6^e pays de destination pour les FIA et 4^e pour les OPCVM

- Royaume-Uni pays d'origine
 - 339 fonds commercialisés en France
 - 2^e pays d'origine pour les FIA et 3^e pour les OPCVM

Nombre de fonds sortant de France vers le Royaume-Uni
et entrant en France depuis le Royaume-Uni
(% par rapport au nombre total de fonds sortant ou entrant)

FR OUT	Stock (T4 2015)		Flux (année 2015)	
UCITS OUT	161	9%	37	11%
FIA OUT	34	7%	16	7%
Total OUT	195	9%	53	10%

UK IN	Stock (T4 2015)		Flux (année 2015)	
UCITS IN	220	3%	10	2%
FIA IN	119	22%	59	23%
Total IN	339	5%	69	8%

Source : AMF

Brexit et financement par les marchés : des enjeux différents

Les services d'investissement

- Pour les entreprises d'investissement britanniques : sans accès au passeport européen, implantation d'une succursale sur le territoire de l'Union (MIF2)
- Pour les entreprises d'investissement de l'Union : implantation d'une succursale sur le territoire britannique

Les activités d'émission

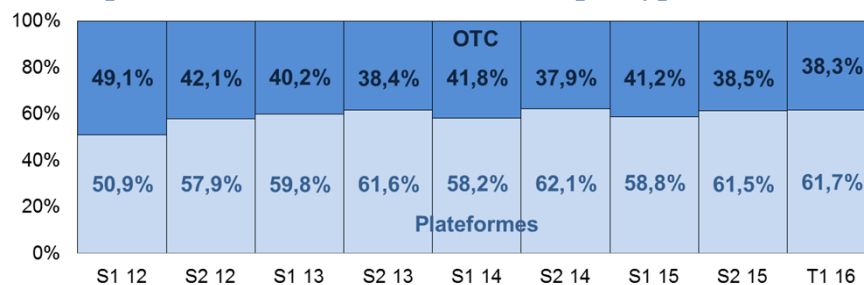
- Régime « pays tiers » prévu par les directives Prospectus et Transparence
- Equivalence des obligations au Royaume-Uni et dans l'Etat membre concerné
Mais risque de divergence une fois le Royaume-Uni sorti
- Comment ces régimes vont-ils évoluer dans la durée ?

Hors *Brexit*

Faits saillants et risques associés aux marchés, à l'épargne, et à la gestion collective

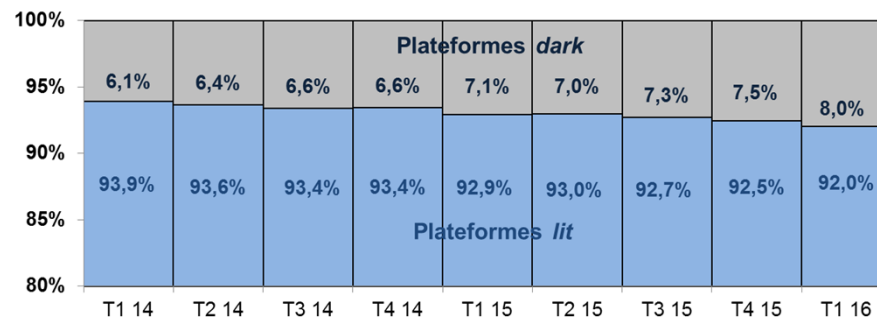
Marchés actions : la fragmentation reste stable à 40 %, le *dark* a déjà atteint le plafond de 8 % prévu par MIF2

Répartition des volumes sur CAC 40 par type d'exécution



Source : AMF, Fidessa.

Répartition des volumes sur les valeurs du CAC 40 sur plateformes *dark*

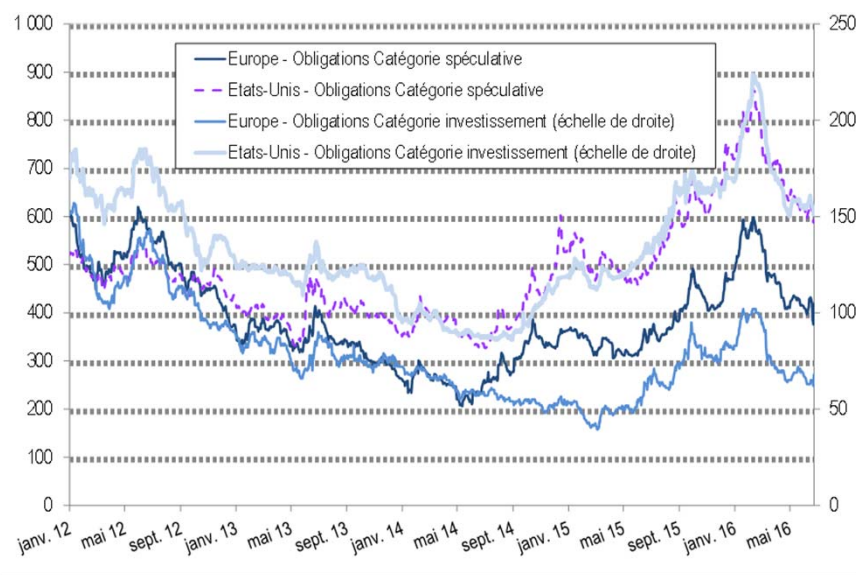


Source: AMF, BATS-CHI-X.

➤ Une nécessaire adaptation des acteurs au plafond de 8 %

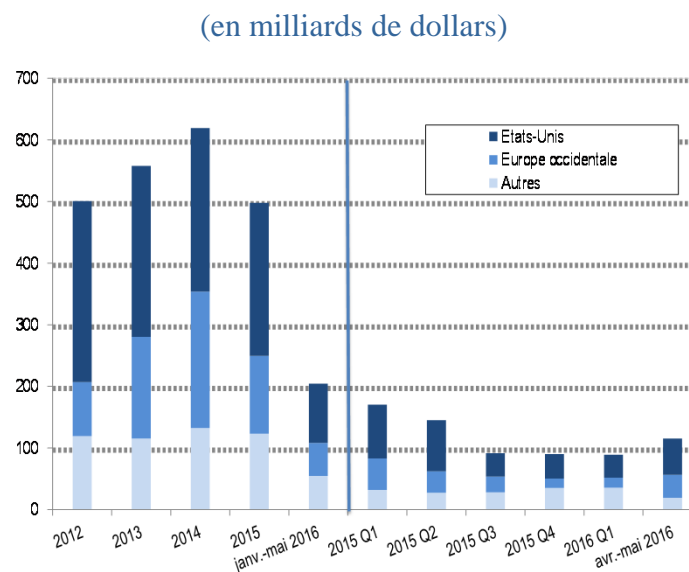
Marchés obligataires : des émissions qui profitent toujours de conditions exceptionnelles, malgré les tensions sur le segment *high-yield*

Spreads corporate en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation (en points de base)



Source : Bloomberg. Dernière observation : 23 juin 2016

Émissions mondiales de titres de dette spéculative par des sociétés non financières (en milliards de dollars)



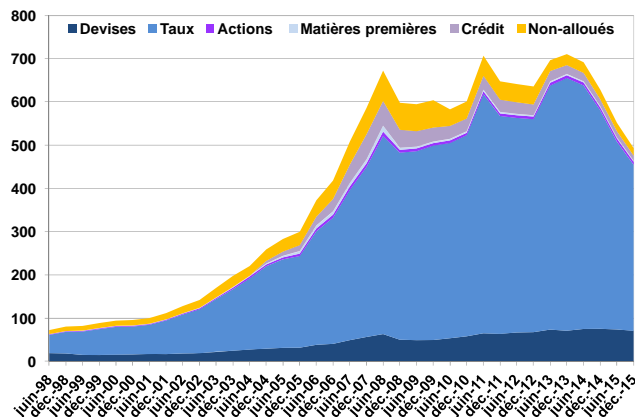
Source : Bloomberg.

➤ **Risque d'allocation inefficace des actifs (risque de crédit mal tarifé)**

Marchés dérivés : montants notionnels et valeurs brutes diminuent

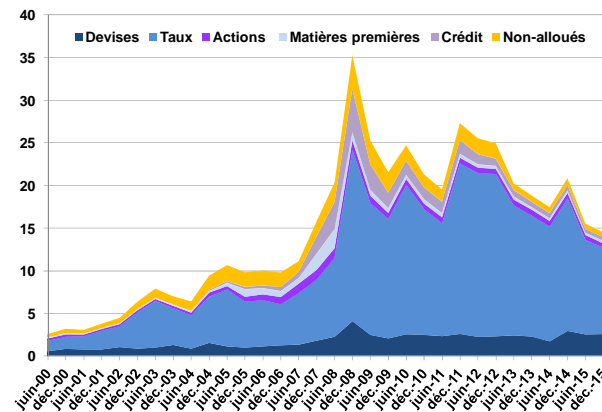
Dérivés de gré à gré - montant notionnel global

(en milliers de milliards de dollars)



Montants en valeur de marché brute

(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI.

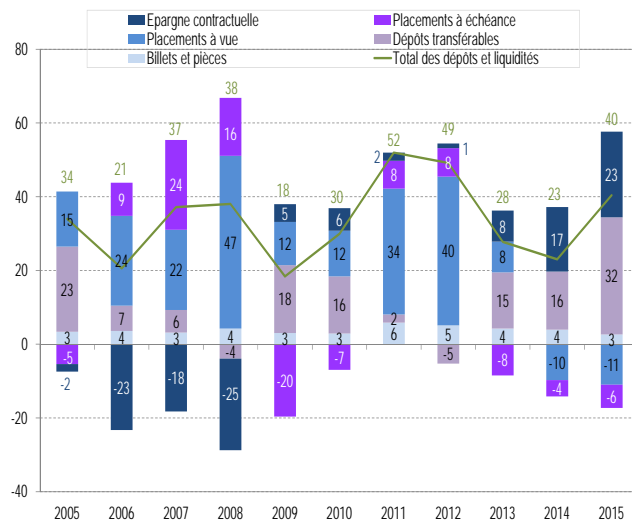
Source : BRI.

- **Les risques sont très largement concentrés dorénavant dans les chambres de compensation (mécanisme de résolution ?)**

Épargne des ménages : une épargne contractuelle et des dépôts records, une reprise de l'assurance vie en unité de compte

Principaux placements financiers bancaires des ménages

(flux annuels nets, en milliards d'euros)

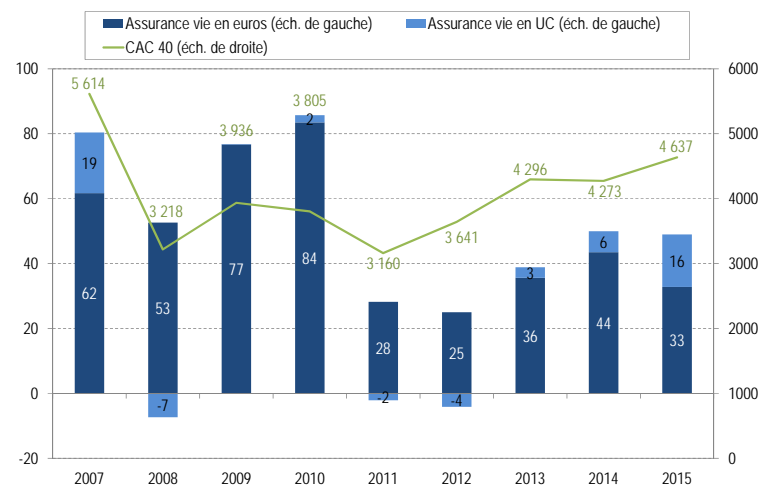


Epargne contractuelle : Plans d'Epargne Logement...
Placements à échéance : comptes à terme...
Placement à vue : livret A...
Dépôts transférables : comptes de dépôt...

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

Flux de placements annuels à destination des contrats d'assurance vie

(flux annuels nets en milliards d'euros ; CAC 40 en points)



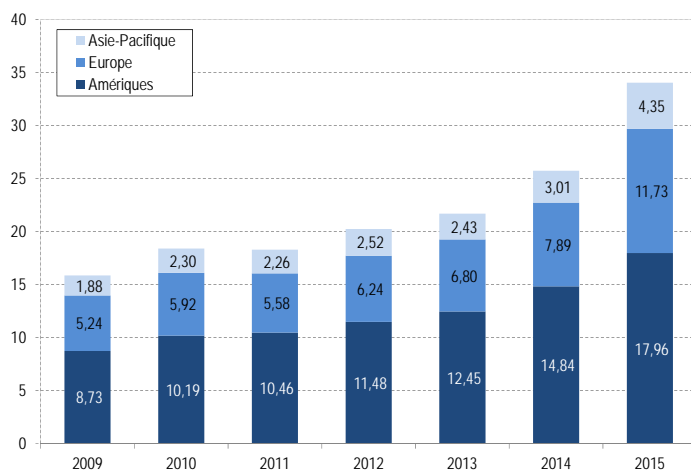
Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, Datastream, calculs AMF.

- Une allocation macro-économique non optimale pour l'épargne
- Des risques individuels pour les épargnants (souscription de produits aux promesses irréalistes, dans le cadre d'une recherche de rendement)

Gestion collective : des encours records, et une hausse des fonds monétaires...

Encours des fonds de gestion collective dans le monde (hors fonds de fonds)

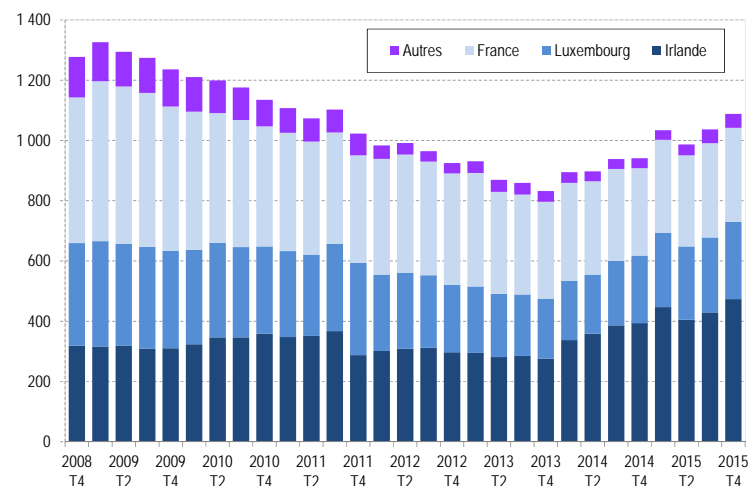
(en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA.

Évolution des encours des fonds monétaires de la zone euro

(en milliards d'euros)

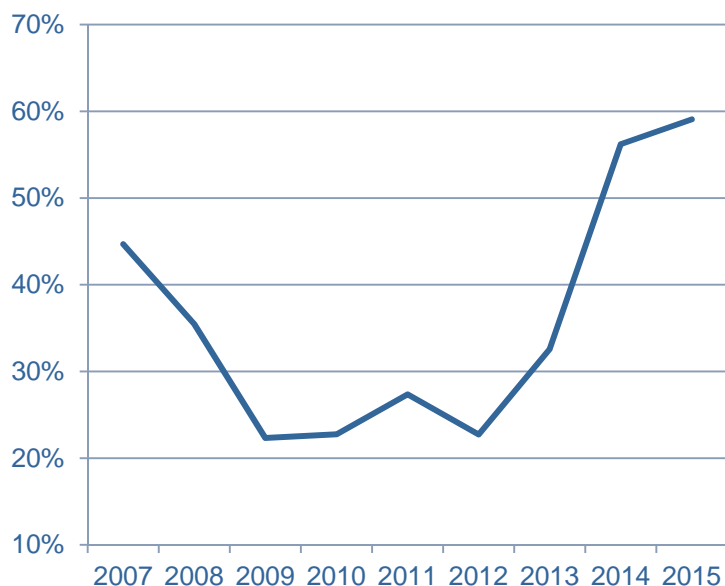


Sources : BCE, Banque Centrale d'Irlande, Banque Centrale du Luxembourg, Banque de France, AMF.

- Un poids croissant des fonds d'investissement dans le système financier
- Une collecte des fonds monétaires qui interroge alors que les taux monétaires sont négatifs

Gestion collective : ... tandis que la prise de risque s'accroît

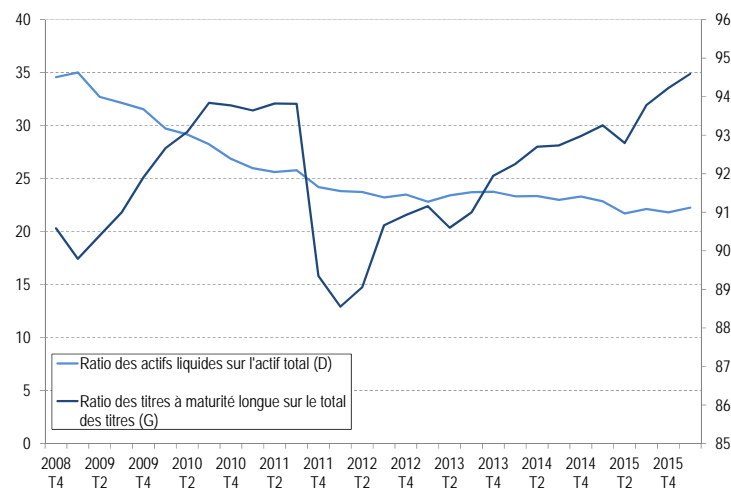
Ratios d'endettement au 31/12/2015 des Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI, professionnel et grand public) pour les sept premières Sociétés de Gestion de Portefeuille d'OPCI selon leur année d'agrément.



Source : AMF.

Evolution de la transformation de maturité et de la liquidité par les fonds obligataires de la zone euro

(en %)



*Note : Les actifs liquides sont constitués des obligations d'État de la zone euro et des dépôts et prêts aux institutions financières de la zone euro. Les titres à maturité longue sont les obligations à maturité supérieure à deux ans.

Sources : BCE, AMF.

- **Risque au passif, l'exemple des fonds immobiliers (endettement croissant)**
- **Risque à l'actif, l'exemple des fonds obligataires (actifs moins liquides ou plus risqués) ou monétaires**

Conclusion sur les risques identifiés

Risque n°1 : une re-tarification brutale des actifs financiers



- Un risque classé n°1 en 2015 et qui s'est ponctuellement réalisé
 - Marchés actions / ralentissement des pays émergents (août 2015)
 - Marchés obligataires / dette *high-yield* et prix du pétrole
 - Valeurs bancaires (dette subordonnée) / inquiétudes sur le secteur en zone euro (Italie, etc)

- Mais un risque qui reste très élevé
 - L'environnement de taux d'intérêt bas s'est accentué, favorisant la déconnexion entre les fondamentaux économiques et les valeurs de marché
 - Les facteurs pouvant déclencher l'ajustement paraissent plus prégnants (risques géopolitiques, dont le *Brexit*)

- Ce risque de re-tarification aurait un impact d'autant plus fort sous l'effet combiné
 - des demandes de ré-allocation des investisseurs
 - d'une faible liquidité des marchés



Sources : AMF, Bloomberg.

Risque n°2 : les effets d'un environnement de taux bas (1/2)

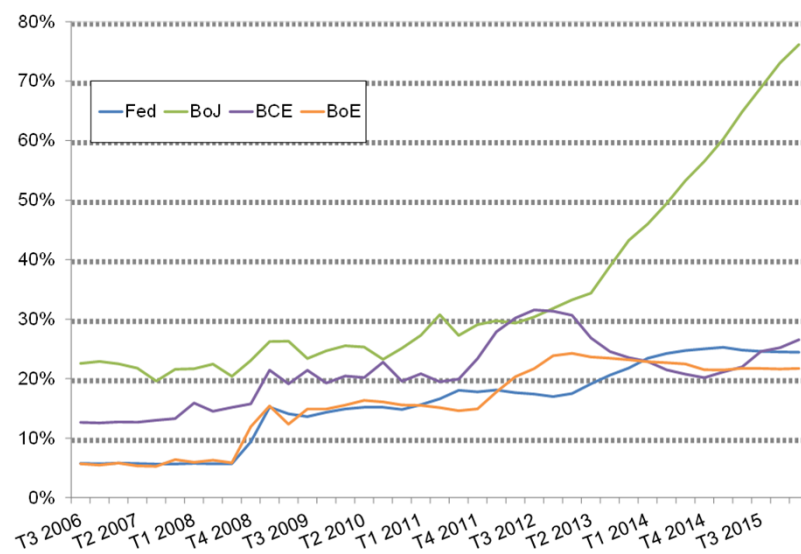


- Les taux des meilleurs émetteurs sont encore plus bas (10 000 milliards de dollars de dette souveraine à taux négatif)
 - Approfondissement de la politique monétaire quantitative de la BCE avec des nouveaux outils (achat de titres *corporate*...)
 - Hausse des taux moindre et plus tardive aux Etats-Unis / approfondissement des taux négatifs au Japon
 - Impact du *Brexit* : diminution des taux sans risque

- Cette situation devrait durer encore plus longtemps qu'escompté en zone euro
 - Inflation plus basse
 - Impact du *Brexit* : dégradation de la conjoncture macro-économique en Europe

- La sortie ordonnée de cet environnement n'a jamais été éprouvée en pratique, et l'exemple du Japon montre les difficultés de l'exercice

Taille du bilan des banques centrales (en % du PIB)



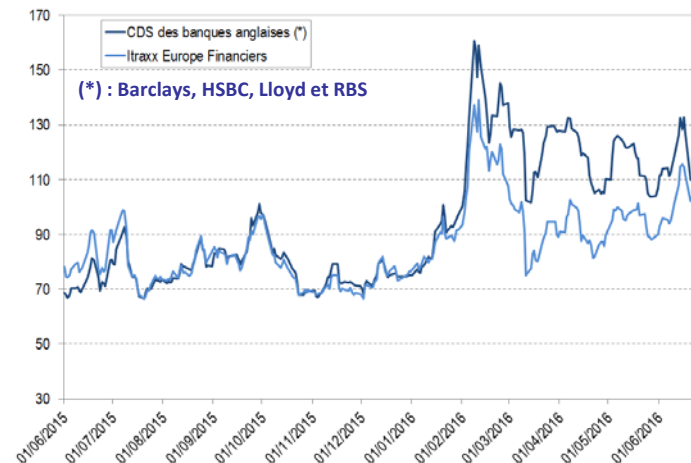
Source : Thomson Reuters Datastream. Dernière observation : avril 2016

Risque n°2 : les effets d'un environnement de taux bas (2/2)

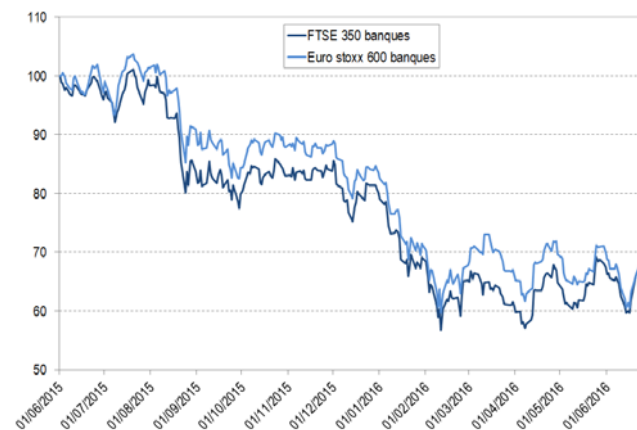


- Les effets néfastes de l'environnement de taux d'intérêt bas sont donc accentués en intensité et prolongés dans le temps
 - Remise en cause de la soutenabilité des modèles d'affaires des banques et des assureurs-vie, dans un contexte marqué par
 - la concurrence technologique (Fintechs, etc.) ;
 - le poids des nouvelles réglementations (renforcement des fonds propres, TLAC / MREL, etc.) ;
 - l'impact du *Brexit*.
 - Accroissement généralisé de la prise de risque (prix d'actifs s'éloignant des fondamentaux ; bilans davantage risqués dans le secteur financier en raison de l'accroissement du levier, du recours croissant à des actifs moins liquides)

CDS bancaires
(source : Bloomberg)



Valorisations bancaires
(source : Bloomberg ; base 100 au 1^{er} juin 2016)



Les autres risques principaux

➤ Risque de crédit

- Dette moins soutenable avec croissance et inflation plus faibles qu'escompté (revenus nominaux moins dynamiques)
- Secteur de l'énergie affaibli par la baisse des prix du pétrole
- Dette publique peu soutenable (pays émergents, exportateurs de pétrole...)
- Des stocks de prêts non performants qui sont importants et qui ne baissent pas en Europe

➤ Evolutions des marchés financiers

- Cyber-risques
- Electronification des marchés (marchés obligataires...)
- Chambres de compensation : résolution ?
- Liquidité des fonds d'investissement
- Gestion passive
 - Un poids plus important (développement des fonds cotés sur indices (ETF))
 - Qualité du mécanisme de formation des prix (risque davantage prégnant aux Etats-Unis) ?
 - Liquidité des ETF et des titres sous-jacents ?

	Systemique
	Elevé
	Significatif
	Faible

Description des risques	Niveau mi-2016	2016-2015	Perspectives 2017
1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés EFFET BREXIT (incertitude accrue, révision du risque géopolitique en Europe...)		↗	↗
2. Manque de coordination dans les politiques monétaires ou budgétaires, manque de coordination dans les ajustements réglementaires du secteur financier		↘	→
3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants		↗	↗
4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre EFFET BREXIT (incertitude accroissant la volatilité, ré-allocation d'actifs...)		↗	→
5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress		→	↘
6. Réorganisation des infrastructures de marché EFFET BREXIT (surveillance des marchés et accès aux référentiels centraux de données britanniques ; chambres de compensation britanniques et compensation en euro)		↗	→
7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement de taux d'intérêt bas et à un environnement économique encore fragile EFFET BREXIT (fragilisation du secteur financier, fuite vers la qualité entraînant les taux d'intérêt sans risque encore plus bas...)		↗	↗
8. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux marchés financiers		↘	→
9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution		↗	↗