

CARTOGRAPHIE DES RISQUES 2017

Benoît de Juvigny, secrétaire général
Stéphane Gallon, chef économiste



Conférence de presse – 3 juillet 2017

JUIN 2016 - JUIN 2017

Les principales informations
nouvelles et leur impact



1

Retour sur les risques identifiés dans notre cartographie 2016

Une re-tarification brutale des actifs financiers

- Aléa géopolitique
- Remontée des taux d'intérêt
- Événement de crédit

Excès d'endettement, dette non soutenable

Environnement prolongé de taux d'intérêt trop bas

Evolutions des marchés financiers

- Cyber-risques
- Chambres de compensation
- Gestion passive

Principales informations nouvelles intégrées dans la cartographie 2017 (1/2)

Réalisation d'aléas géopolitiques

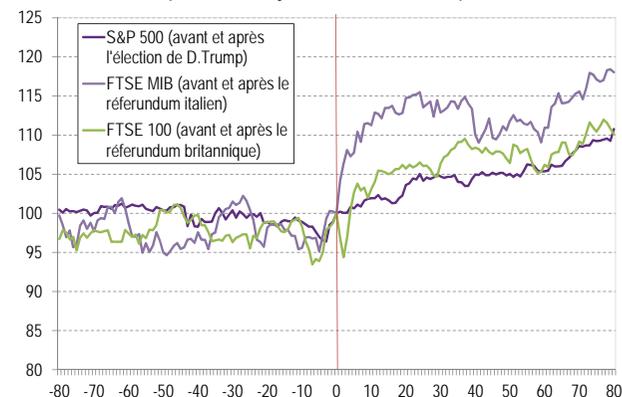
- ❑ Brexit et élections législatives au Royaume-Uni
- ❑ Election présidentielle américaine
- ❑ Et par ailleurs : referendum italien, élections législatives aux Pays-Bas, élections présidentielle et législatives en France

Impact limité sur les marchés

Des effets non intégrés ?

- ❑ Hausse du protectionnisme
- ❑ Concurrence réglementaire accrue (Etats-Unis, Royaume-Uni)
- ❑ Tensions internationales

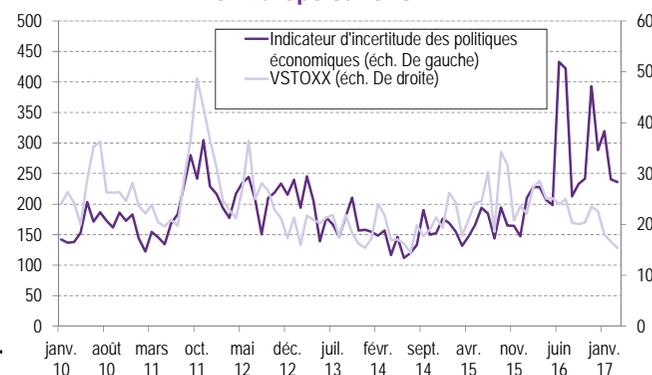
Évolution des indices boursiers avant et après les événements politiques*
(Base 100 le jour de l'événement)



Sources : S&P, FTSE.

(*) La date 0 correspond à la date de l'événement (24 juin pour le référendum britannique, 9 novembre 2016 pour les élections américaines et 5 décembre 2016 pour le référendum italien).

Indice d'incertitude des politiques économiques en Europe et VSTOXX



Source : STOXX, Economic Policy Uncertainty

Principales informations nouvelles intégrées dans la cartographie 2017 (2/2)

Début de normalisation monétaire

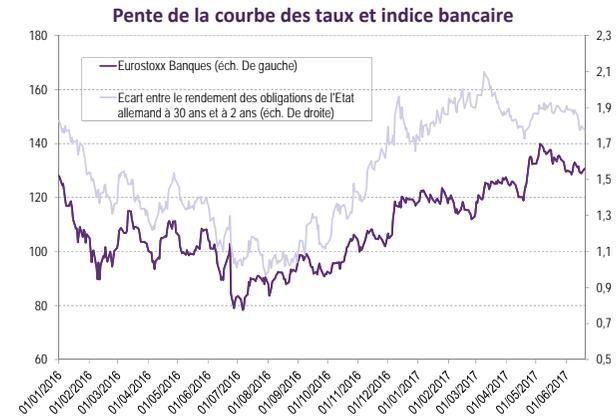
- Hausse des taux courts aux Etats-Unis (Fed)
- Remontée des taux longs sous l'influence des taux US

Des valorisations en hausse pour les banques de la zone euro

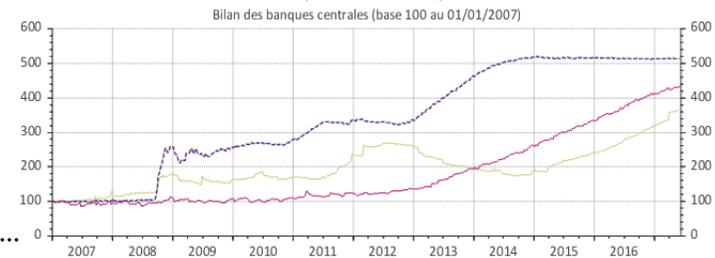
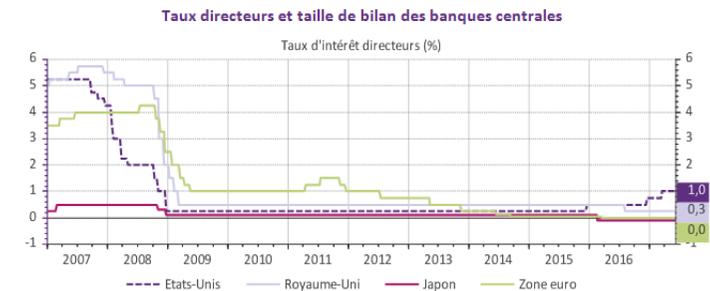
- Pente de la courbe de taux (marge d'intérêt accrue)
- Exemples de résolution : Banco Popolar (mais nécessitant l'effacement de la dette subordonnée), Veneto Banca, Banco Popolare di Vicenza

Le scénario idéal d'un retour progressif des taux à la normale ?

- A court terme : risque d'une remontée trop forte et rapide > risque de taux trop bas trop longtemps
- A moyen terme : sortie des politiques monétaires non conventionnelles sans précédent historique (taille des bilans des banques centrales)



Source : STOXX, Thomson Reuters Datastream



Source : Thomson Reuters Datastream.

Principales conséquences pour la cartographie des risques 2017

Risques élevés ou revus à la hausse

- Re-tarification brutale des actifs
- Trajectoires de dette des sociétés non financières françaises
- Organisation des marchés
 - Concurrence réglementaire (*Financial CHOICE Act* aux Etats-Unis, Brexit)
 - Chambres de compensation
 - Cyber-attaques

Risques revus à la baisse

- Environnement de taux bas (profitabilité du secteur bancaire européen)
- Accès au financement pour les sociétés non financières
- Manque de protection des épargnants face à certains placements (loi Sapin II)





FAITS SAILLANTS & RISQUES ASSOCIÉS

au financement de l'économie,
aux marchés, à l'épargne et à la
gestion collective

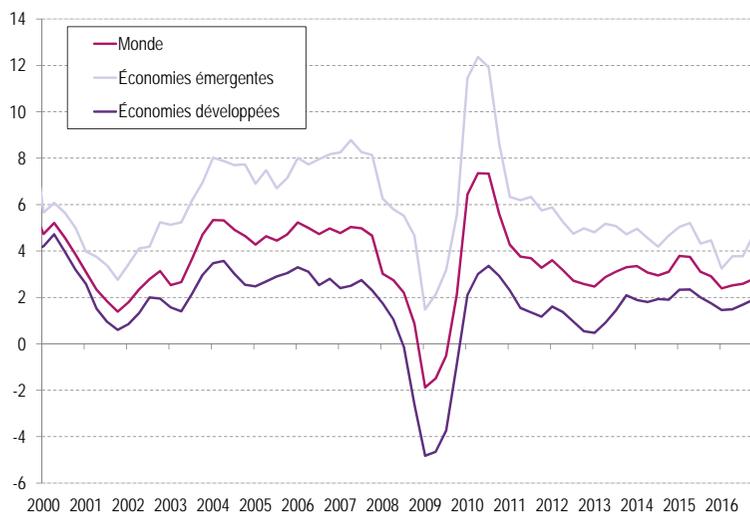


2

Financement de l'économie

Une baisse durable de croissance et d'inflation 2017/2007

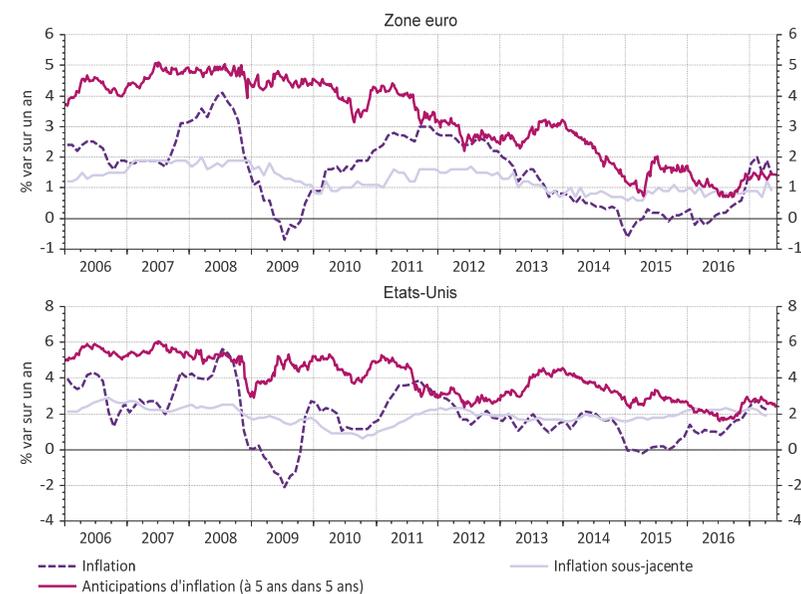
Évolution du PIB (volume, % var. sur un an)



Source : FMI.

- Croissance mondiale : 3 % contre 5 %
- Anticipations d'inflation: 1 à 2 % contre 5 à 6 %

Évolution des prix à la consommation (% var. sur un an)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Financement de l'économie

Des valorisations historiquement élevées pour plusieurs indices actions...

- ❑ Décorrélation avec la croissance économique et l'inflation
- ❑ Risque de re-tarifcation

Évolution des principaux indices boursiers
(en monnaies locales base 100 le 01/01/2008)

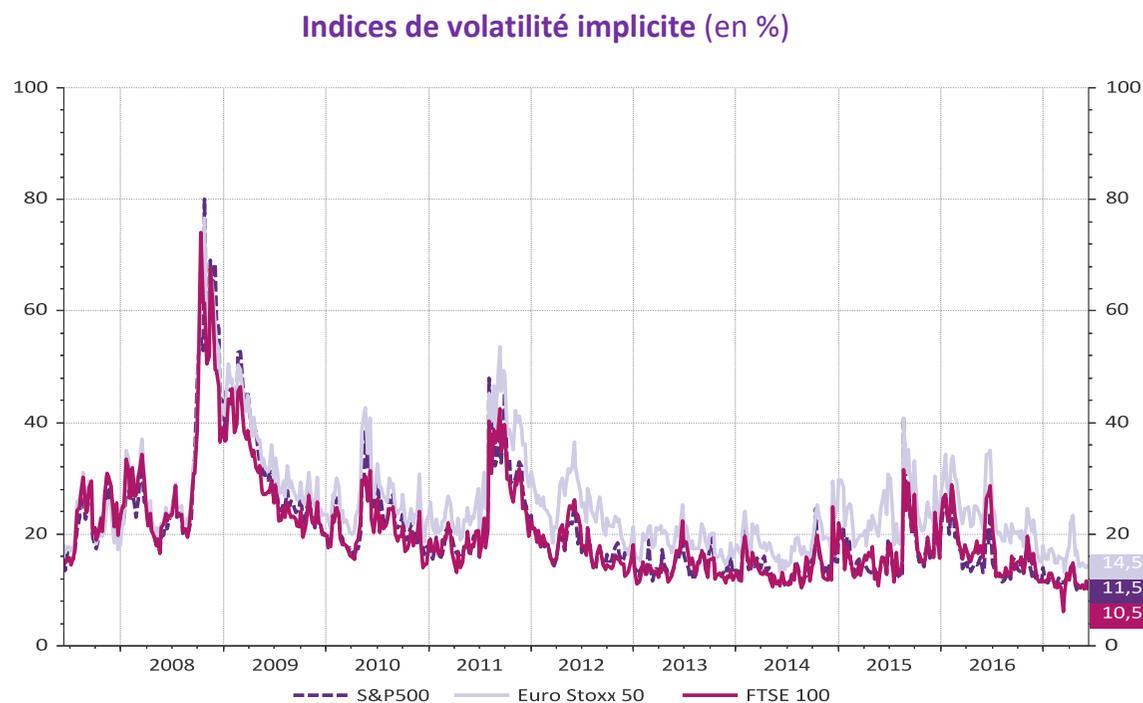


Source : Thomson Reuters Datastream

Financement de l'économie

... et une volatilité proche des plus bas historiques

- Décorrélacion avec l'incertitude (cf. indicateurs d'incertitude politique par exemple)
- Risque de re-tarification



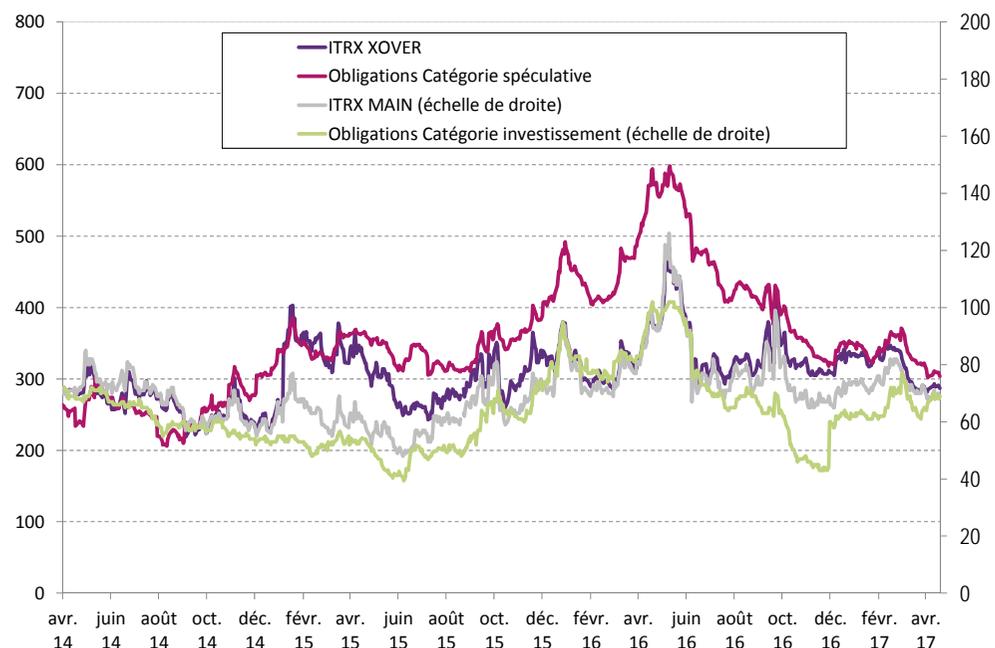
Source : Thomson Reuters Datastream.

Financement de l'économie (sociétés non financières)

Des émetteurs de dette bénéficiant de conditions exceptionnelles

- ❑ Risque de crédit tarifé sur les marchés ?
- ❑ Incitation à l'endettement

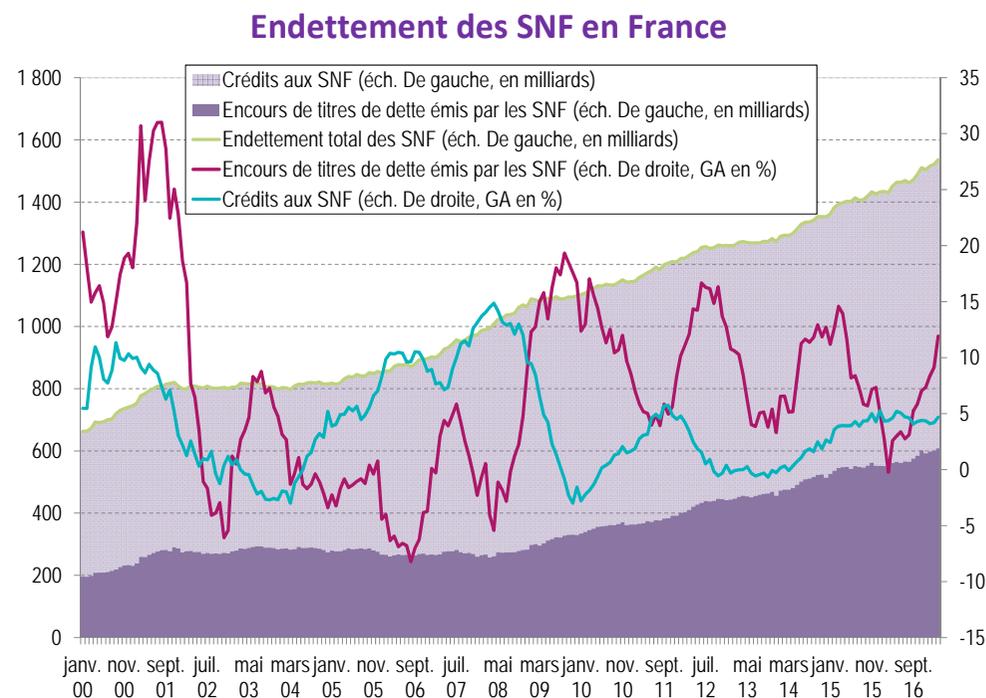
Écart de taux (*spread*) selon les catégories de notation et indices de CDS en Europe (en points de base)



Financement de l'économie (SNF)

Un endettement record, par exemple pour les sociétés non financières en France

- ❑ Utilité de cet endettement (investissement productif) ?
- ❑ Solvabilité des émetteurs en cas de choc sur l'économie ou de remontée des taux



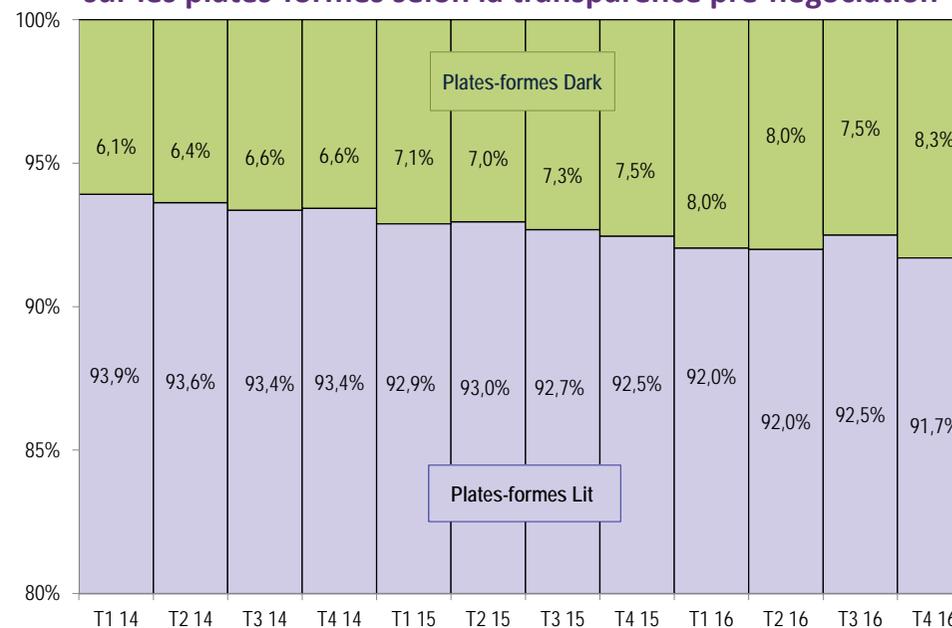
Source : Banque de France.

Organisation des marchés d'actions, dans l'attente de MIF2

Un poids du *dark* qui reste important

- Risque sur la qualité du mécanisme de formation des prix
- Obligations pour les acteurs de modifier leur stratégie compte tenu du plafond de 8 % imposé au *dark* par MIF2

Valeurs du CAC40 : transactions exécutées sur les plates-formes selon la transparence pré-négociation

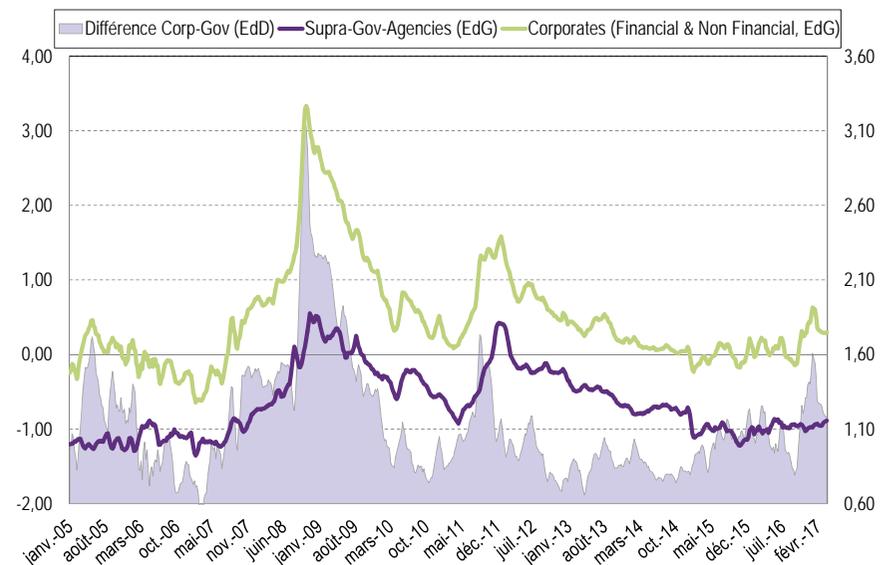
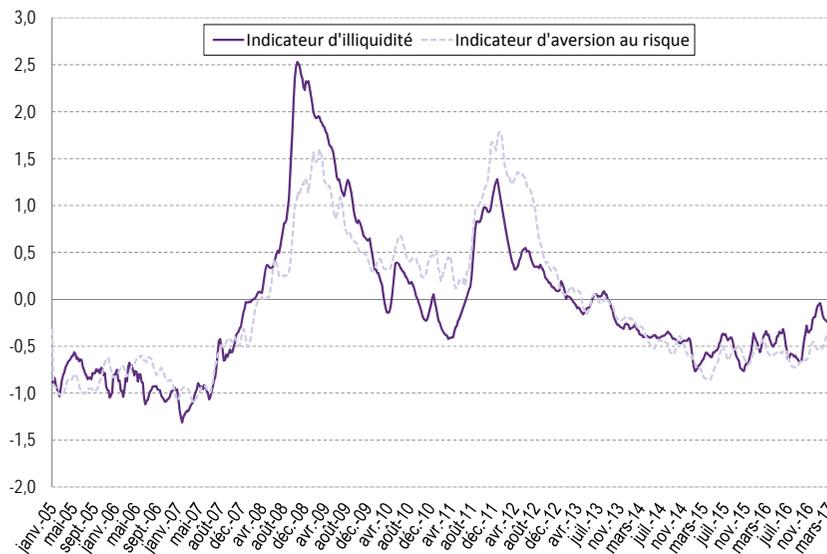


Source : BATS, AMF.

Organisation des marchés obligataires

Une liquidité dégradée en 2016 sur le segment des obligations d'entreprises

Évolution de l'indicateur de liquidité des marchés obligataires français



L'indicateur d'illiquidité est un indicateur propriétaire calculé sur les données obligataires françaises. Il est égal à la moyenne des trois variables centrées-réduites suivantes : les *bid-ask* (Bloomberg), le *Zero-Return* (% des obligations dont le cours est constant entre deux périodes) et l'Impact-Prix (volatilité *intraday* des prix rapportée racine des volumes).

L'indicateur d'aversion au risque est la moyenne de plusieurs variables centrées-réduites suivantes : spreads de crédit (*main* et *xover*), pente des taux longs (2/10 français) et courts (euribor 3m/eonia), spread France-Allemagne.

❑ Lien avec le programme de rachat de la Banque centrale européenne (BCE) ?

❑ Risque de correction accrue en cas de krach obligataire ?

Organisation des marchés interbancaire et des pensions livrées (*repo*)

Financement à très court terme : des prix de marché en question

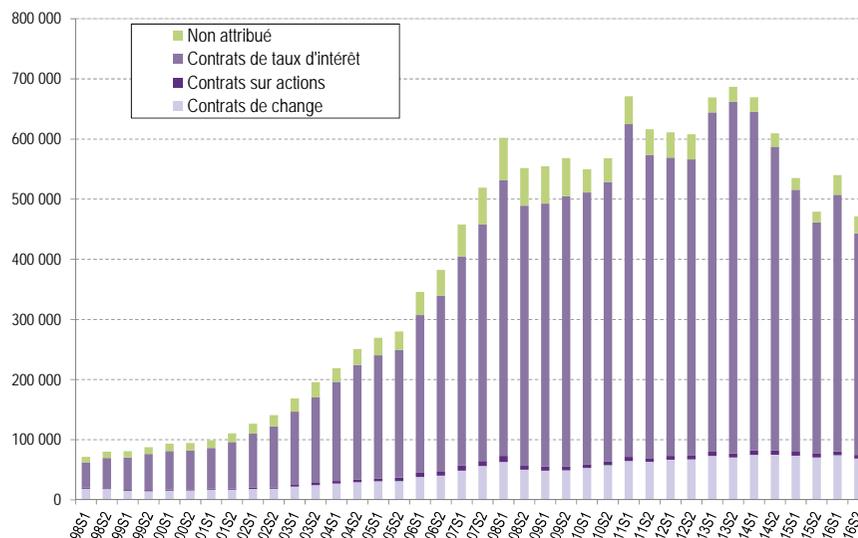
- Des prix aberrants les 28 et 29 décembre 2016 pour le taux *repo*
 - -5 à -6 % contre -0,5 % habituellement
 - Forte demande de titres à des fins de couverture (positions nettes vendeuses)
 - Offre réduite de titres par les banques (clôture des comptes, impact de la réglementation)

- IBOR : comment définir les indices de référence ?
 - Quasi disparition de transactions interbancaires observables
 - Difficulté à utiliser des données « contribuées »
 - => Risque de continuité des contrats

Organisation des marchés dérivés

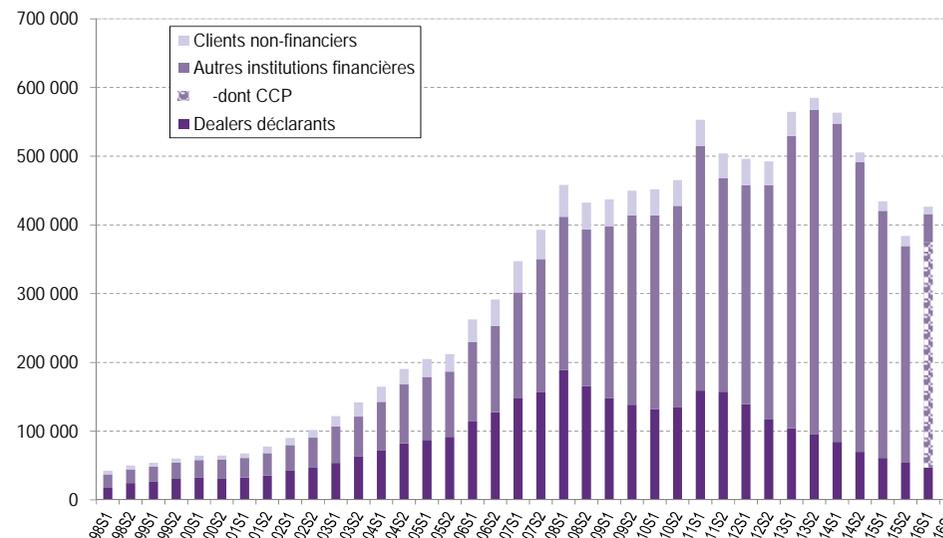
Des volumes stabilisés et le succès de la compensation centrale

Encours mondial (notionnel) de dérivés OTC par catégorie d'instruments
(en milliards de dollars)



Source : Statistiques semestrielles Banque des règlements internationaux (BRI), AMF

Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie
(en milliards de dollars)



Note: les données sur l'encours des CCP ne sont disponibles que depuis le premier semestre 2016

Source : Enquête triennale et statistiques semestrielles BRI, AMF

❑ Risques concentrés dans les chambres de compensation

❑ Concurrence internationale

❑ Mécanismes de redressement et de résolution

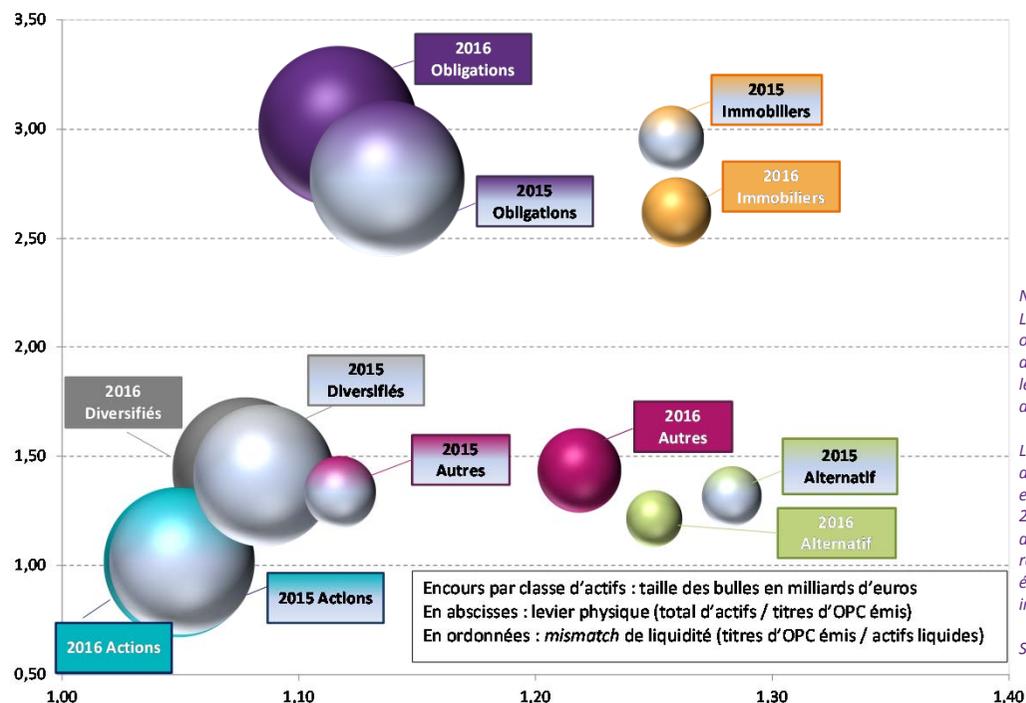
❑ Brexit : risque d'effet de bascule en mars 2019

Gestion collective hors fonds monétaires

Risques de levier et de liquidité : évolution 2016 / 2015

Recours au levier, écart de liquidité et total d'actifs des fonds de la zone euro

- Seul le risque de liquidité des fonds obligataires a progressé
- En valeur absolue, les niveaux de risque restent apparemment limités



Note : Les hypothèses utilisées sont celles de la BCE. Les actifs liquides choisis sont : les actions, les obligations souveraines de la zone euro, les dépôts auprès des institutions financières de la zone euro et les autres titres ayant une maturité inférieure à un an.

Lecture : Le recours au levier des fonds obligataires de la zone euro est de 1,12 en 2016 et était de 1,14 en 2015. Leur écart de liquidité est estimé à 3,01 en 2016 et était de 2,77 en 2015, pour un encours total de 3 361 milliards d'euros, en augmentation par rapport à 2015. Les fonds immobiliers sont également les plus sujets à cet écart de liquidité, en investissant davantage sur des actifs réels illiquides.

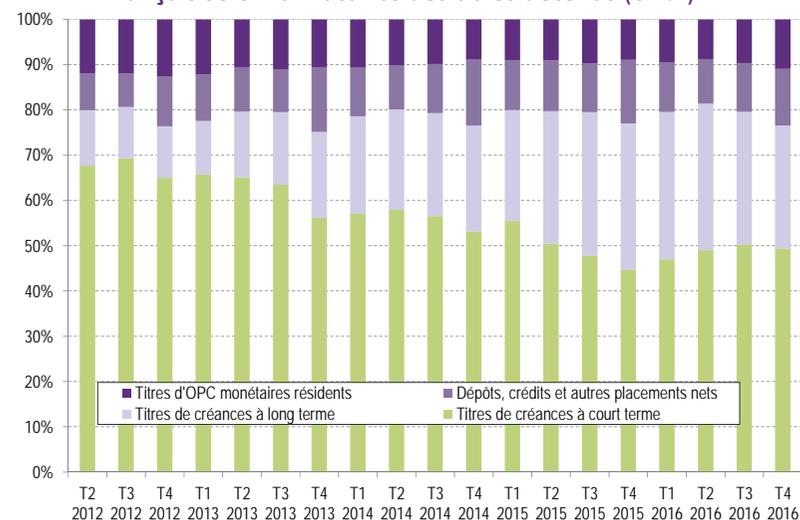
Source : BCE, calculs AMF.

Gestion collective fonds monétaires

Une adaptation au contexte de taux bas

- Un encours des fonds monétaires français qui a crû de 11 % en 2016 (total de 350 milliards d'euros)
- Des titres plus longs et plus risqués à l'actif
- Une réforme européenne à venir

Évolution de la détention de titres par les fonds monétaires français selon la maturité des titres détenus (en %)

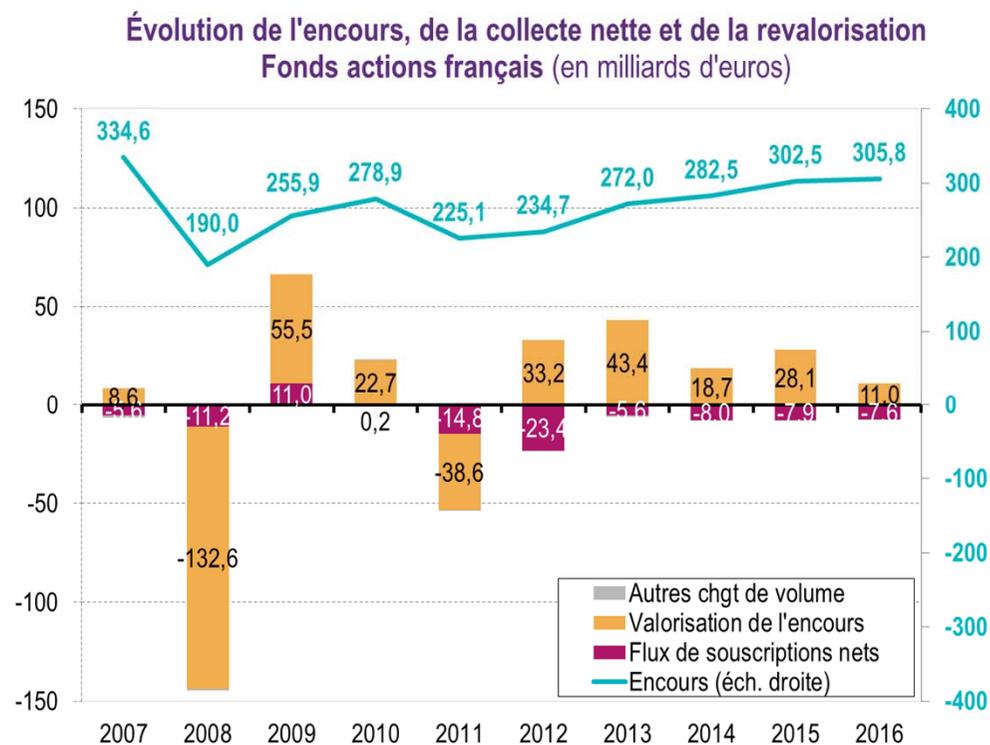


Source : Banque de France.

Gestion collective

Décollecte sur les fonds actions malgré la hausse des cours

- Une seule année de collecte positive en 10 ans
- Cyclicité des comportements des investisseurs en question



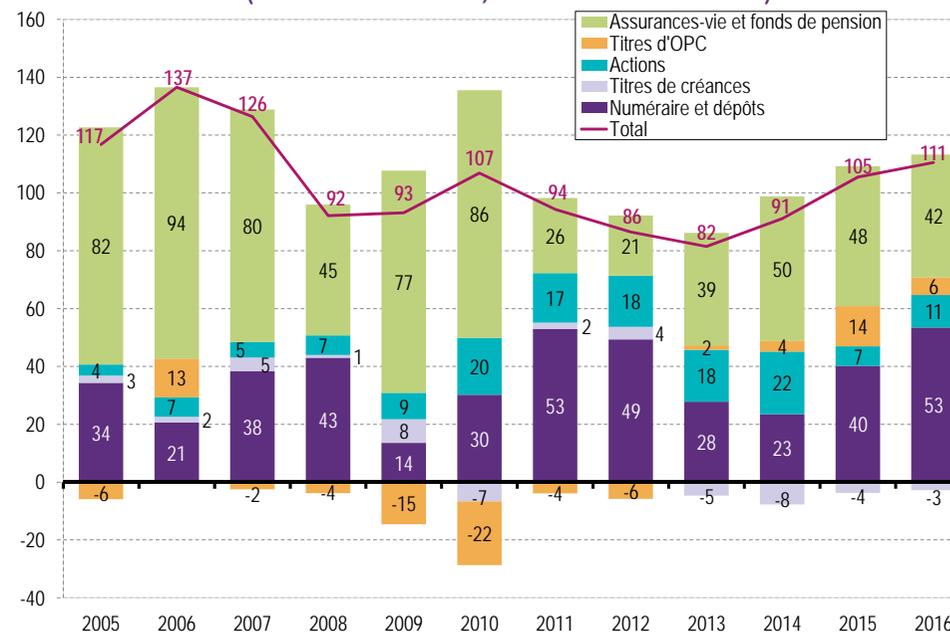
Source : Banque de France - Panorama financier des OPC, Calculs AMF

Epargne des ménages

Les principaux constats

- Des flux nets de placements financiers records depuis 2007
- Mais un record aussi pour les placements en numéraires et dépôts

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



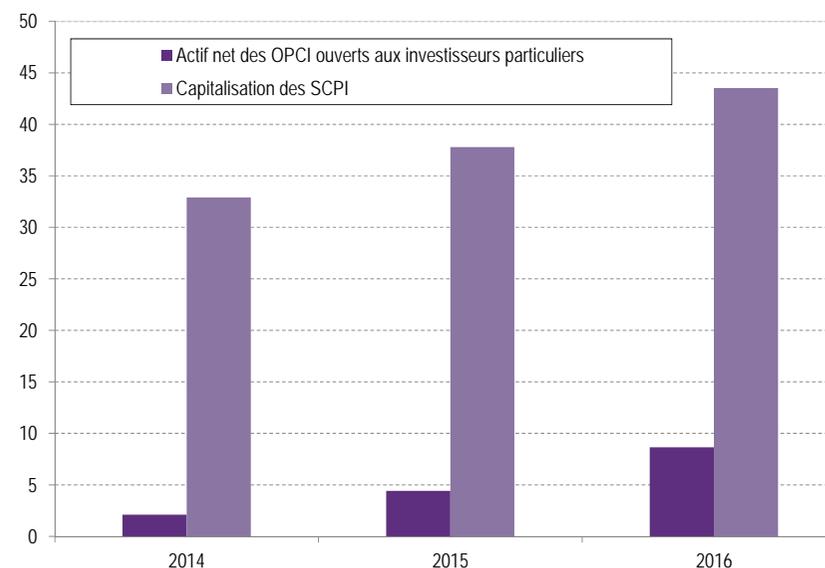
Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Épargne des ménages

Le succès des fonds immobiliers

- Risque de liquidité contenu par la réglementation
- Risques de valorisation pour les épargnants (investissement après une forte hausse des prix, cf. Haut conseil de stabilité financière)

Évolution de l'encours des SCPI et OPCV
(en milliards d'euros)

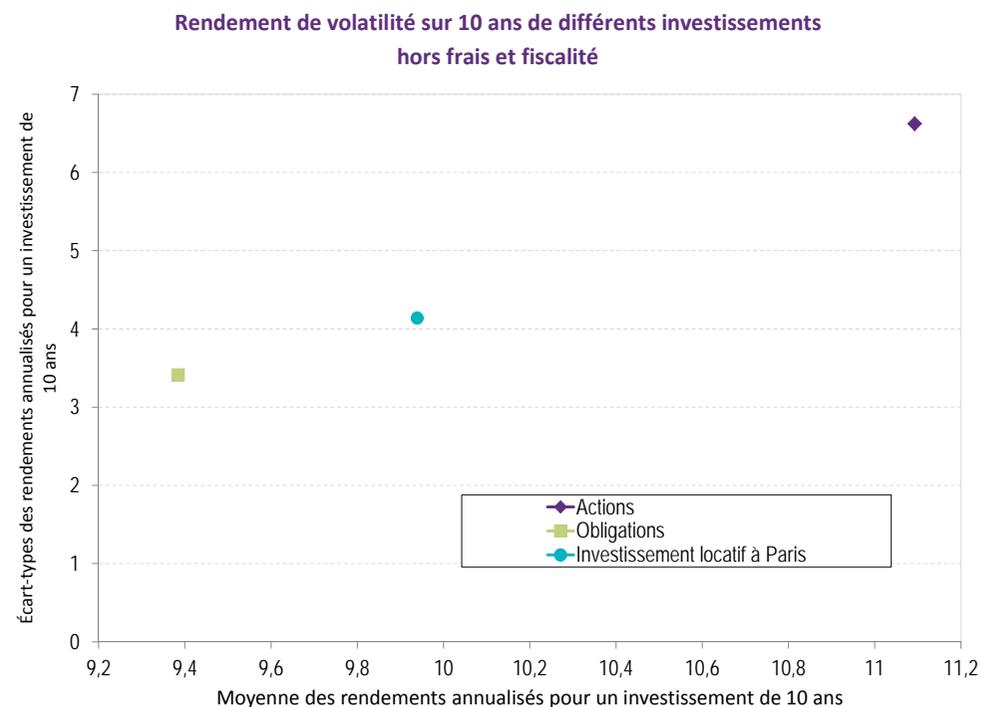


Source: IEIF, Aspim et AMF.

Epargne des ménages

Analyse rendement/risque

- Une position intermédiaire entre obligations et actions
- Faible investissement des ménages en actions, sans doute sous optimal
- Risque d'autres placements
 - produits structurés complexes (opacité et complexité de la formule de calcul des gains et pertes, ou de l'indice de référence)
 - dette bancaire subordonnée (« self placement »)



Sources : CGEDD d'après Arbulu 1998, Euronext, Vaslin 1999, Loutchitch 1930, Ixis, Banque de France, bases des notaires, indices Noataires-INSEE, Duon 1946, INSEE.



CONCLUSION

sur les risques identifiés



3

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



Un risque classé n°1 en 2015 et en 2016

- Qui ne s'est que ponctuellement réalisé depuis
- Et qui apparaît aujourd'hui plus élevé encore
 - Faible réaction des marchés à des événements majeurs
 - Valorisations historiquement élevées et peu corrélées à la croissance et l'inflation
 - Volatilité historiquement faible et peu corrélée aux autres indicateurs

Évolution des PER (Price Earning Ratios)



Source : Thomson Reuters Datastream.

Risque n°2 : l'endettement



Des niveaux de dette records

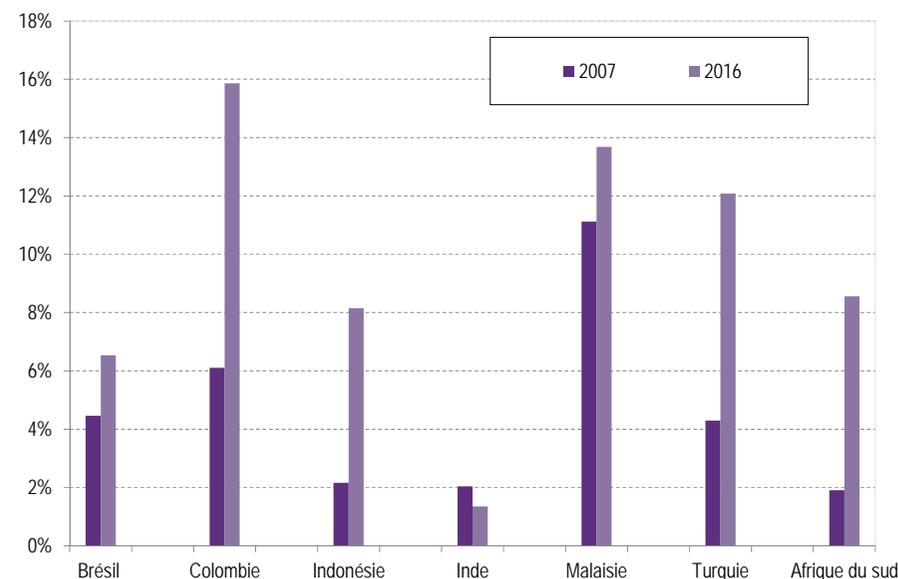
- Un problème répandu au niveau mondial
- Touchant les acteurs privés comme les entités publiques
- Avec un endettement non bancaire (*shadow banking*) mal apprécié (Chine par exemple)

Une soutenabilité sensible

- À la remontée des taux
- Aux effets de change (pays émergents)

Aucun précédent historique de normalisation monétaire

Dettes en dollars dans les pays en développement (encours, en % du PIB)



Sources: BRI, FMI, calculs AMF.

Risque n°3 : la concurrence réglementaire et le contexte géopolitique



Une possible remise en cause des efforts entrepris depuis 2007 aux États-Unis

Tentation d'une compétition entre places financières pour attirer des activités à la suite du Brexit

Le cas des chambres de compensation

- ❑ Des infrastructures devenues incontournables du fait de la réglementation (objectif de sécurisation des échanges sur les dérivés)
- ❑ Question du régime d'équivalence européen
- ❑ Question de la localisation de la compensation des dérivés libellés en euro pour des raisons de supervision et de stabilité financière

De plus, un contexte risqué

- ❑ Tensions géopolitiques générales
 - Primes de risque pouvant bouger rapidement
 - Facteur de déclenchement d'une re-tarification
- ❑ Cyber-risques
 - Cyber-criminalité : le cas de Vinci (diffusion de fausse information)
 - Cyber-attaques

Synthèse des risques 2017

	Description des risques	Niveau mi-2017	2017-2016	Perspectives 2018
Stabilité financière	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 <i>Observations de faibles primes de risque, d'une volatilité basse, de valorisations élevées</i>		→	→
	2. Manque de coordination dans les politiques monétaires ou budgétaires, manque de coordination dans les ajustements réglementaires du secteur financier <i>Brexit et élection de Donald Trump : hausse du risque de concurrence réglementaire</i>		↗	↗
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants <i>Hausse des taux d'intérêt sous l'influence américaine</i>		↗	→
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 <i>Résistance des marchés malgré les chocs de l'année 2016</i>		↘	→
	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 <i>Dysfonctionnement du marché du repo fin 2016</i>		↗	→
	6. Fonctionnement des infrastructures de marché <i>Chambres de compensation (régime de redressement ; localisation de la compensation en euro avec le Brexit)</i> <i>Risque de cyber-attaques à visées criminelles ou idéologiques</i>		→	↗
	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement de taux d'intérêt bas et à un environnement économique encore fragile <i>Effet favorable de la repentification de la courbe des taux</i>		↘	→
Financement de l'économie	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 <i>Protections apportées par le législateur (loi Sapin II)</i>		↘	→

Niveau de risque	
Systemique	
Elevé	
Significatif	
Faible	

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

