



# CARTOGRAPHIE 2018 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Benoît de Juvigny, secrétaire général  
Stéphane Gallon, chef économiste



Conférence de presse – 5 juillet 2018

# JUIN 2017 - JUIN 2018

Les principales informations  
nouvelles et leur impact



1

# Retour sur les risques identifiés dans notre cartographie 2017

## 1. Une re-tarification brutale des actifs financiers

- Faible réaction des marchés à des événements majeurs
- Valorisations historiquement élevées et peu corrélées à la croissance et à l'inflation
- Volatilité historiquement faible et peu corrélée aux autres indicateurs d'incertitude

## 2. Des niveaux d'endettement élevés

## 3. Concurrence réglementaire et contexte géopolitique

# Principales informations nouvelles intégrées dans la cartographie 2018 (1/2)

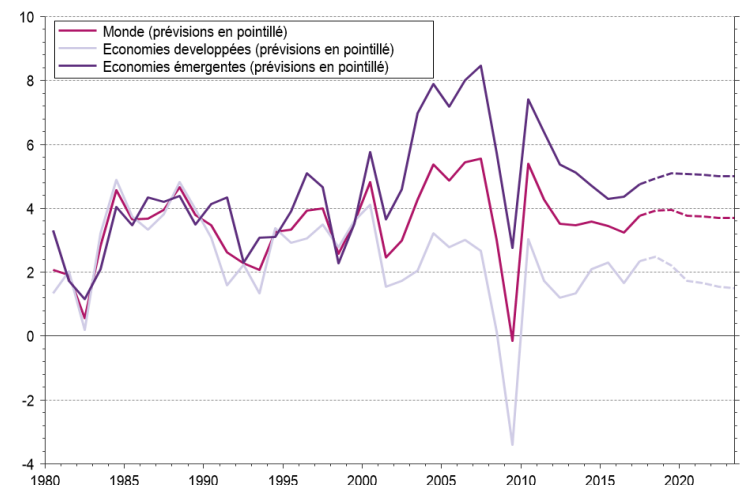
## L'environnement macro-économique est resté favorable...

- Croissance économique qui a surpris à la hausse
- Normalisation monétaire sans accroc pour le moment aux États-Unis

## ... mais avec de nouvelles menaces

- Guerre commerciale et tensions géopolitiques
- Fragilité de certains pays émergents

## Évolution du PIB volume (%, variation par rapport à l'année précédente)



Source : FMI

# Principales informations nouvelles intégrées dans la cartographie 2018 (2/2)

## De nouveaux records ont été atteints...

- ❑ Valorisation sur les marchés actions américains
- ❑ Émissions primaires sur le marché obligataire
- ❑ Souscriptions dans les fonds d'investissement

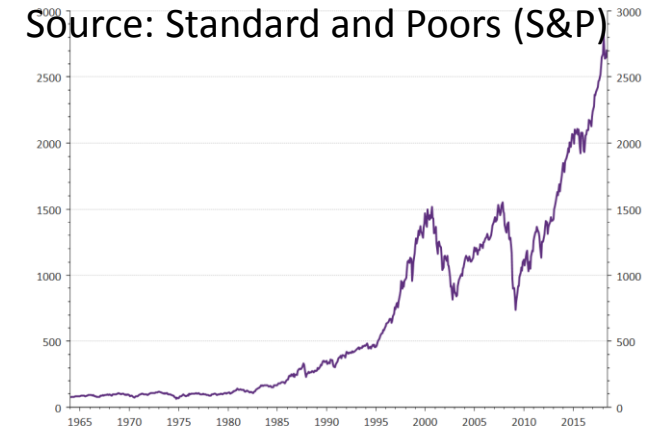
... mais l'épisode de correction éclair de février 2018 (pic de volatilité) montre une certaine fragilité

## Des changements structurels sur les marchés financiers européens

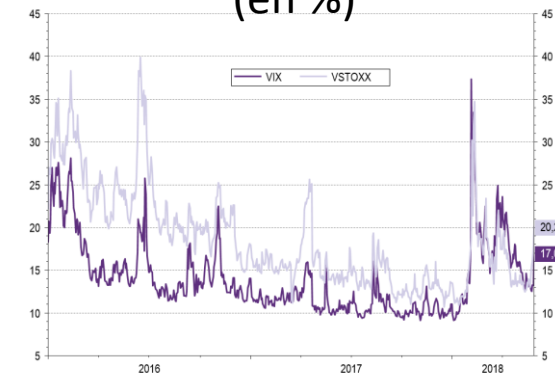
- ❑ En 2017-2018 : MIF2, PRIIPS, règlement sur les fonds monétaires
- ❑ À venir : *benchmark*

En France : activation du coussin de capital contra-cyclique par le HCSF

## S&P 500



## Indices de volatilité implicite (en %)



Source : Thomson Reuters Datastream

# Principales conséquences pour la cartographie des risques 2018

## Risques élevés ou revus à la hausse

- ❑ Correction brutale des prix d'actifs
- ❑ Endettement non soutenable
- ❑ Défaut de coordination internationale (politiques monétaires ou budgétaires, réglementation financière)
- ❑ Fonctionnement des infrastructures de marché (*Hard Brexit...*)



## Risques faibles ou revus à la baisse

- ❑ Profitabilité des institutions financières (croissance économique revue à la hausse, remontée des taux d'intérêt, etc.)
- ❑ Financement des entreprises (pas de pénurie)
- ❑ Disponibilité et gestion du collatéral (cf. fonctionnement du marché du *repo* depuis un an...)



# FAITS SAILLANTS & RISQUES ASSOCIÉS

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



2



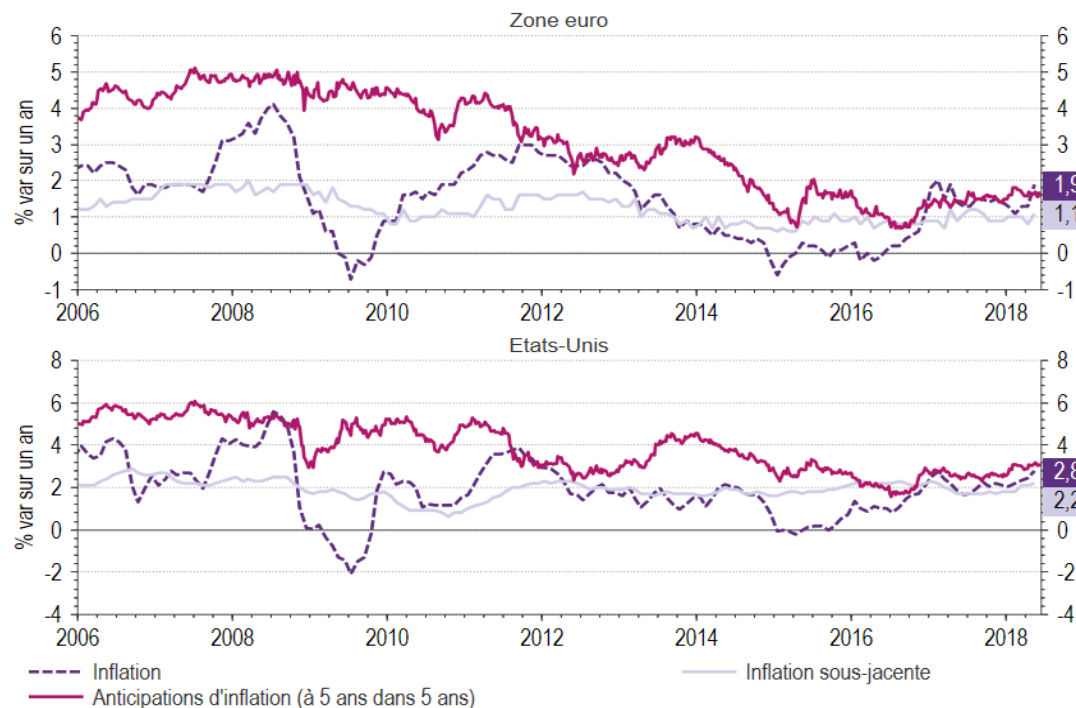
# FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE



# Financement de l'économie

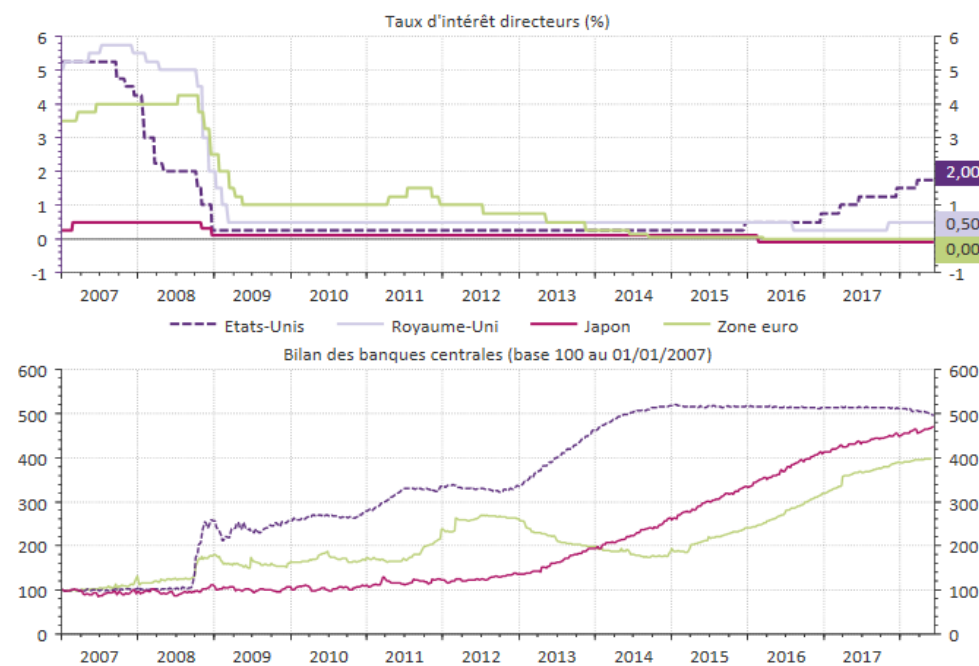
Une désynchronisation des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, justifiée par des trajectoires différentes d'inflation et par la politique budgétaire américaine

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



Source : Thomson Reuters Datastream

## Taux directeurs et taille de bilan des banques centrales

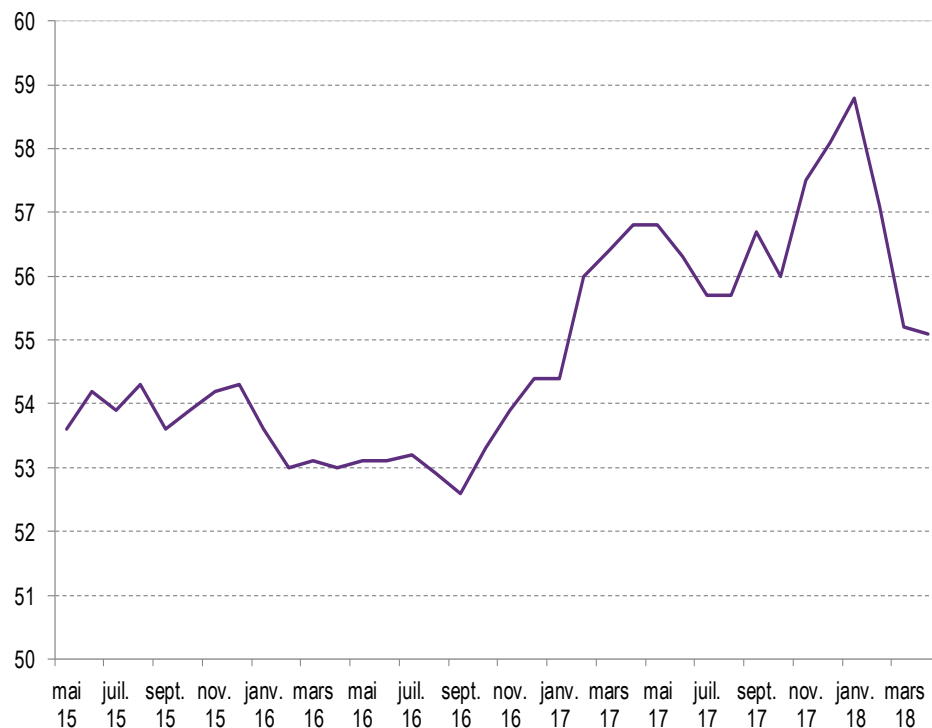


Sources : Eurostat, BoJ, Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

# Financement de l'économie

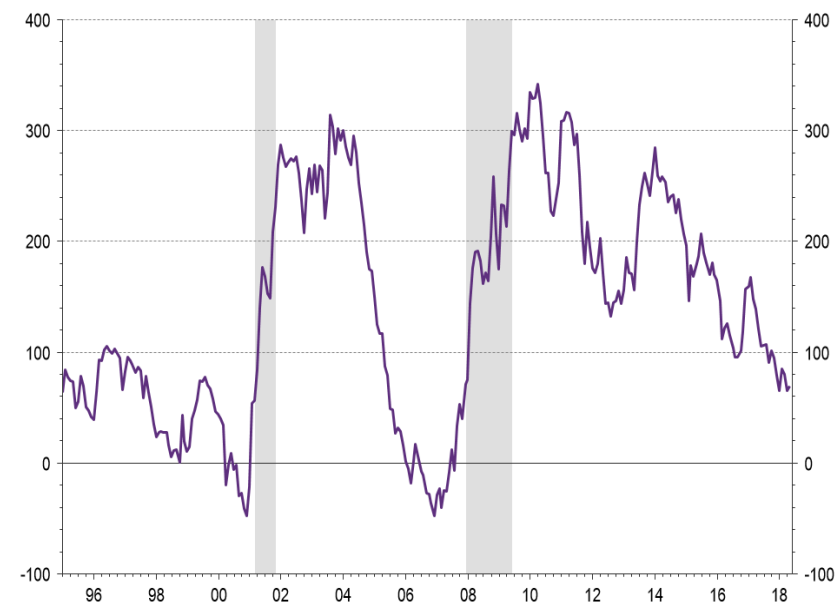
## Le risque d'un ralentissement de l'activité des deux côtés de l'Atlantique

Indice PMI composite de la zone euro



Source : Markit

Écart de taux (10 ans - 1 an) sur les obligations souveraines américaines (en points de base)



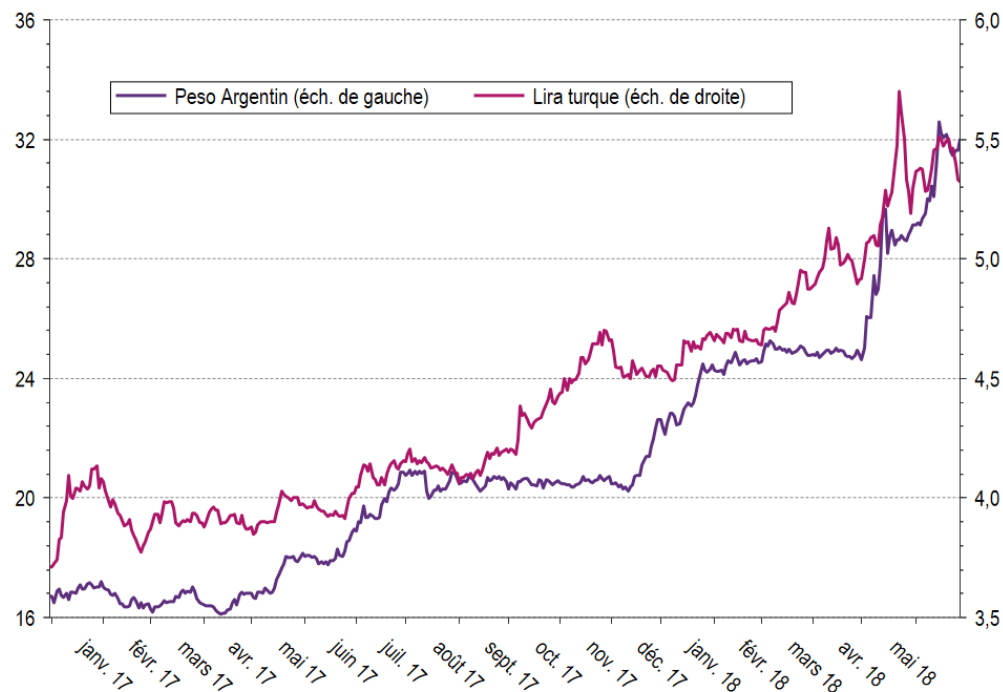
Source : Thomson Reuters Datastream

Note de lecture : Les bandes grisées représentent les périodes de récession.

# Financement de l'économie

## Certains pays émergents vulnérables au commerce mondial et à la politique monétaire américaine

Taux de change vis-à-vis de l'euro (1 € = ...)



Source : Thomson Reuters

Emerging Markets Bond Index  
(spread par rapport à la dette souveraine américaine, en points de base)

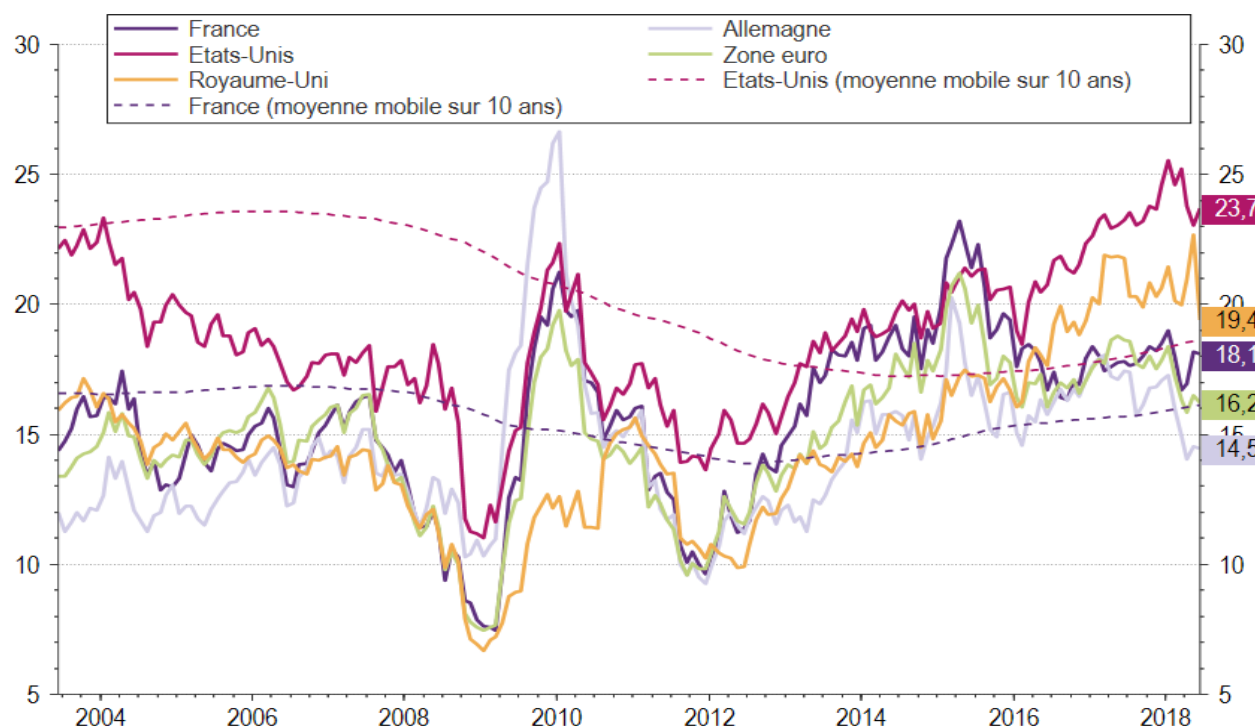


Source : Bloomberg

# Financement de l'économie

Marchés actions : des niveaux de valorisation qui apparaissent élevés surtout aux États-Unis

*Price Earning Ratio  
(rétrospectif)*

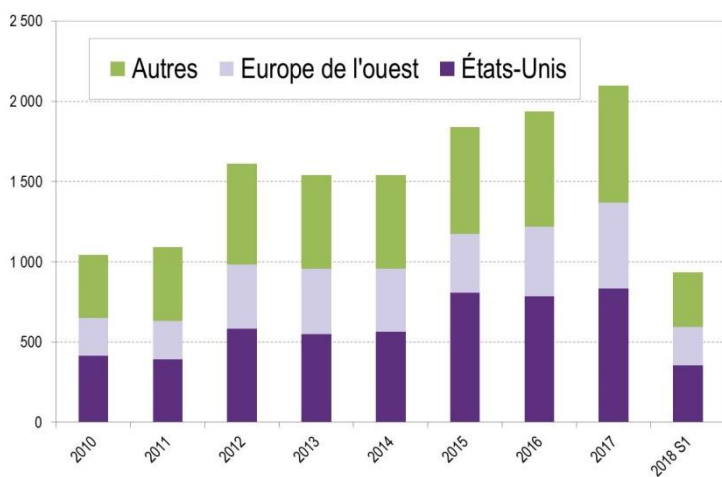


Source : Thomson Reuters Datastream

# Financement de l'économie

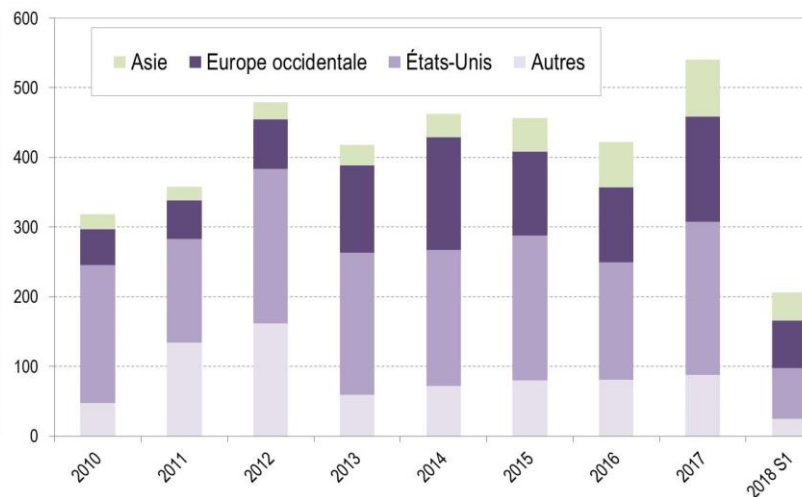
**Marchés de dette d'entreprise : des records de fonds levés, notamment pour les plus risqués (*leveraged loans covenant-lite* : prêts à effet de levier à faible protection des investisseurs)**

**Émissions brutes d'obligations des sociétés non financières au niveau mondial (en milliards d'euros)**



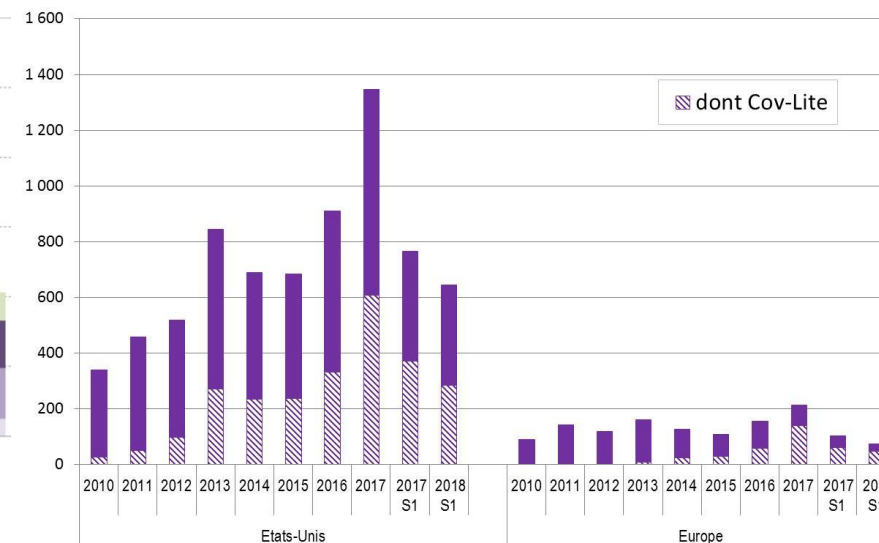
Source : Bloomberg

**Émissions brutes d'obligations spéculatives par les sociétés non financières selon la nationalité de l'émetteur (en milliards d'euros)**



Source : Bloomberg

**Volumes de prêts à effets de levier (en milliards d'euros)**



Source : Thomson Reuters Datastream



# ORGANISATION DES MARCHÉS

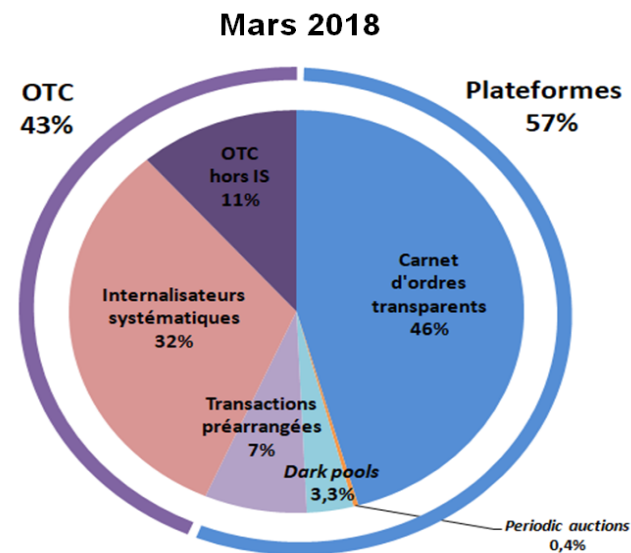
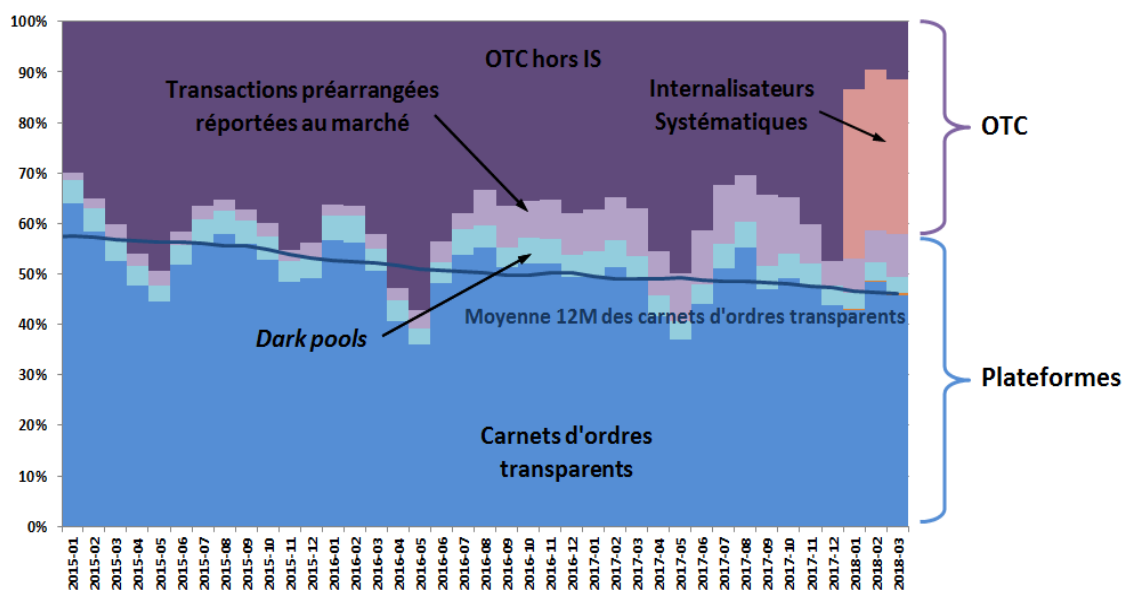
# Marchés actions : l'impact de MIF2

L'obligation de négociation ne profite pas aux plates-formes

Le report attendu du *dark* vers le *lit* n'a pas eu lieu

- Développement des internalisateurs systématiques
- Adaptation des acteurs au double volume cap (*periodic auctions*, développement des transactions pré-arrangées, *large-in-scale*)

Part de marché des montants échangés



Source : Thomson Reuters

# Marchés : l'impact de MIF2

## En revanche, la réforme du pas de cotation a eu les effets positifs attendus

- Un pas de cotation plus pertinent au regard du *spread* sur l'ensemble des titres
- Une amélioration globale de la qualité du marché

## Un régime de transparence qui tarde à s'imposer sur les marchés obligataires

- 227 titres pour l'ensemble de l'Union européenne, dont 11 seulement pour la France

## Une vigilance sur la recherche (couverture de certains segments par les analystes)



# Marchés obligataires : les achats de la BCE ont fait baisser les coûts de financement des sociétés non financières françaises

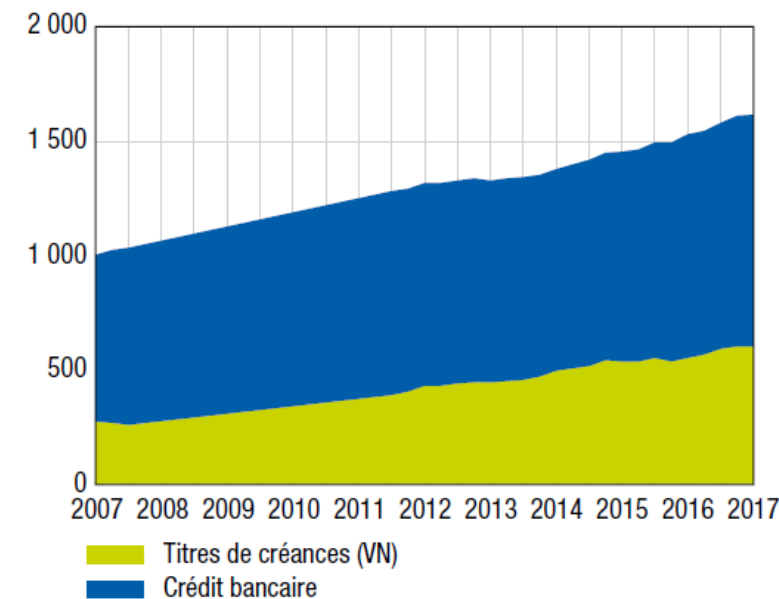
## Évolution de l'asset swap spread des titres français éligibles au programme d'achat (en points de base)



Source : Bloomberg

## Crédit bancaire et dette de marché en milliards d'euros

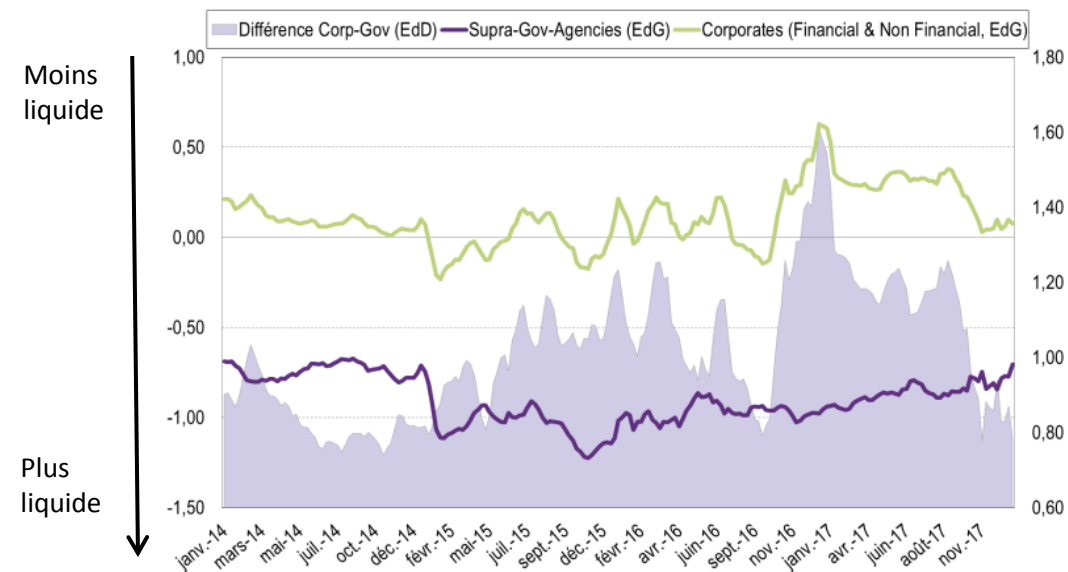
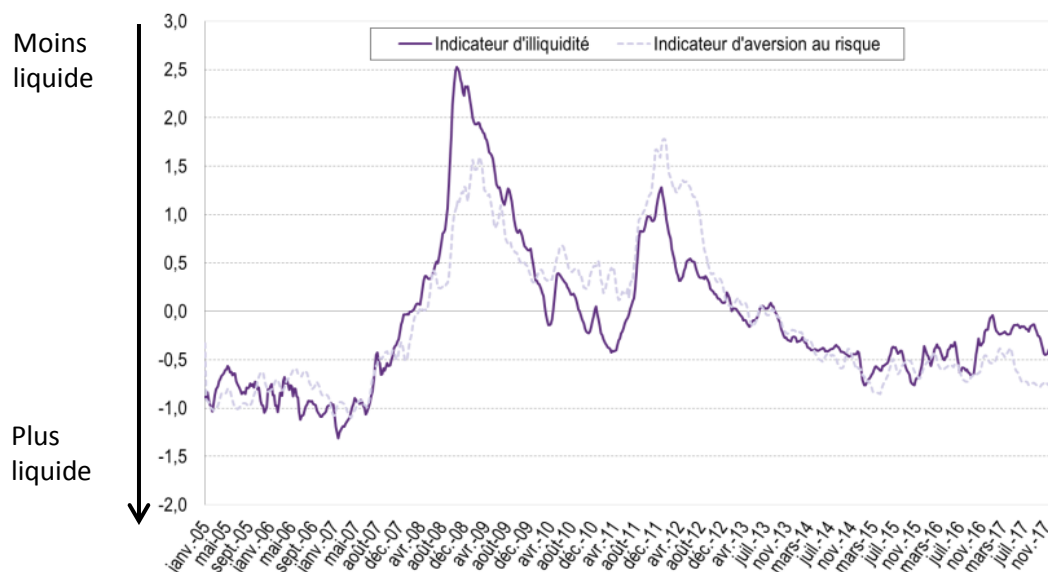
(EUR Mds)



Source : Banque de France.

# Marchés obligataires : ... sans dégradation de la liquidité des SNF

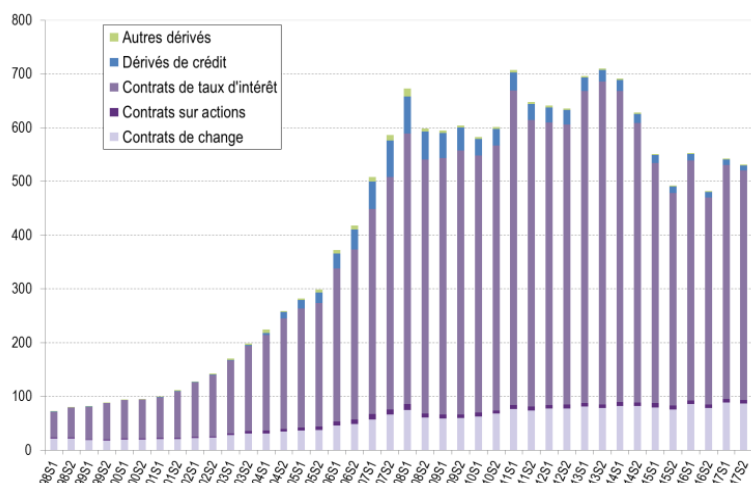
Évolution de l'indicateur de liquidité des marchés obligataires français



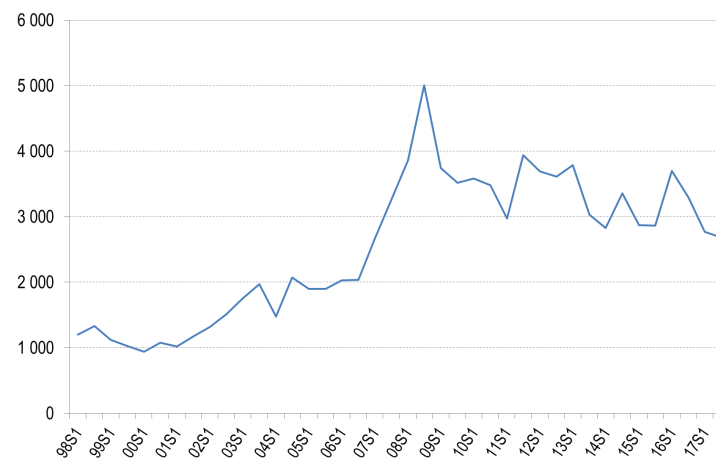
Source : AMF, Bloomberg

# Marchés dérivés : un poids stable et des risques en baisse au niveau mondial

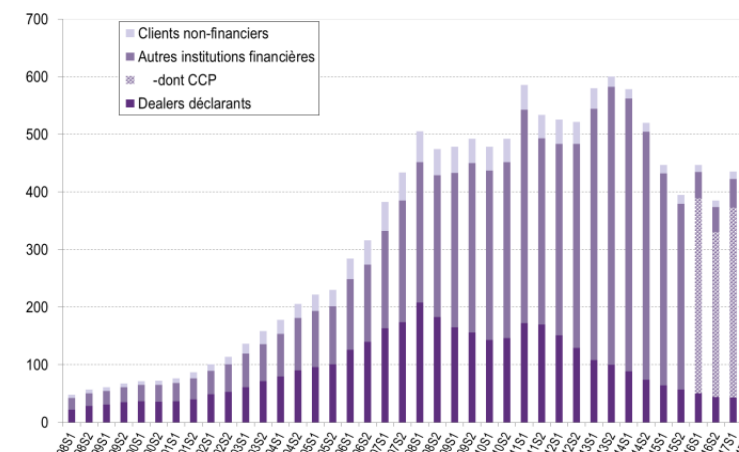
**Dérivés de gré à gré - montant notionnel global**  
(en milliers de milliards de dollars)



**Expositions brutes de crédit**  
(en milliers de milliards de dollars)



**Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux par type de contrepartie**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux

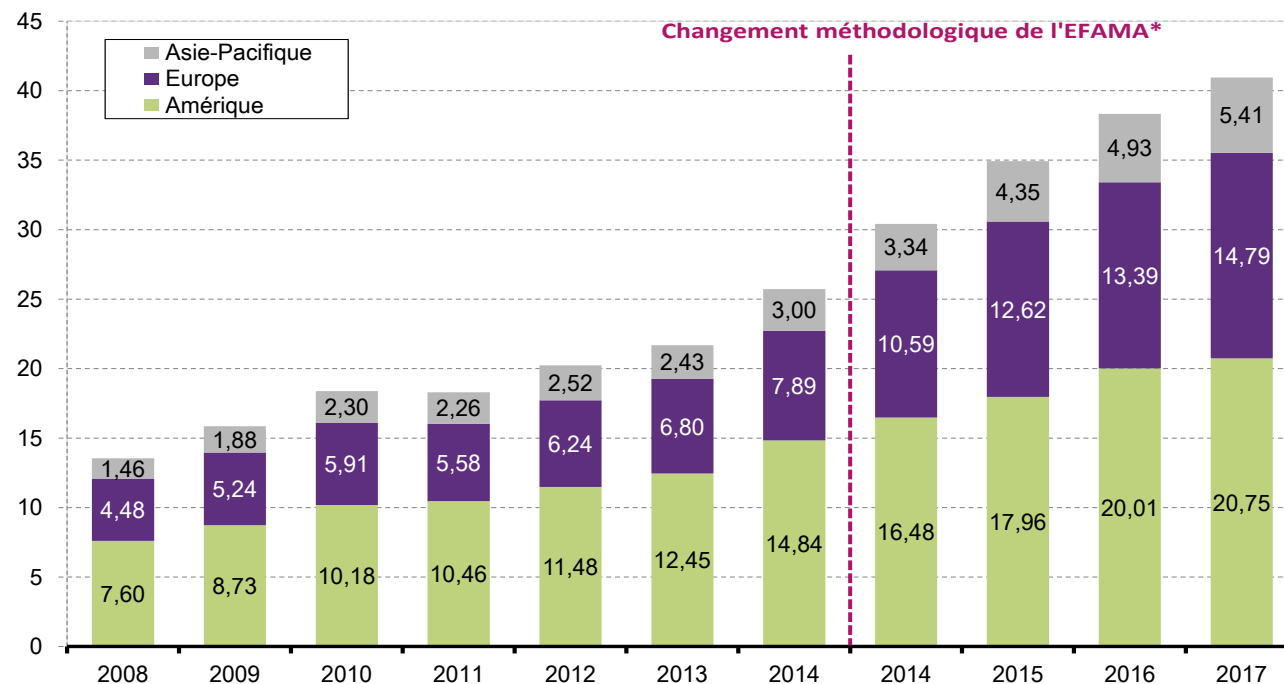


# GESTION D'ACTIFS

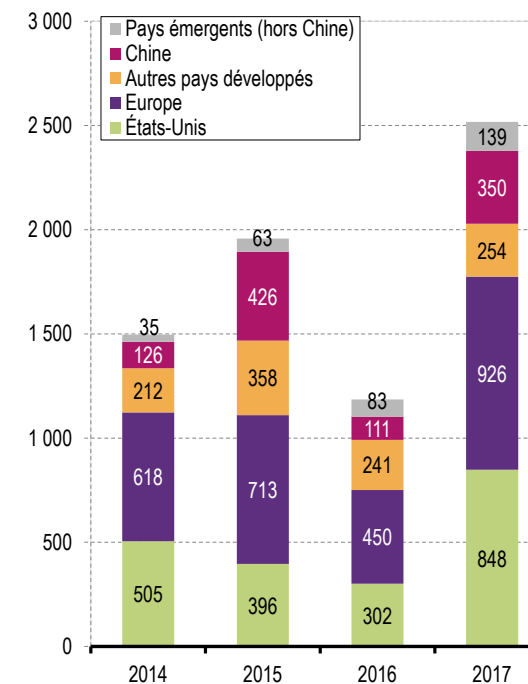


# Une collecte record en 2017, dans le monde...

## Encours de la gestion collective (hors fonds de fonds) Regroupement géographique selon la domiciliation des fonds (montants en milliers de milliards d'euros)



## Collecte nette des fonds (incluant les fonds de fonds) (montants en milliards d'euros)

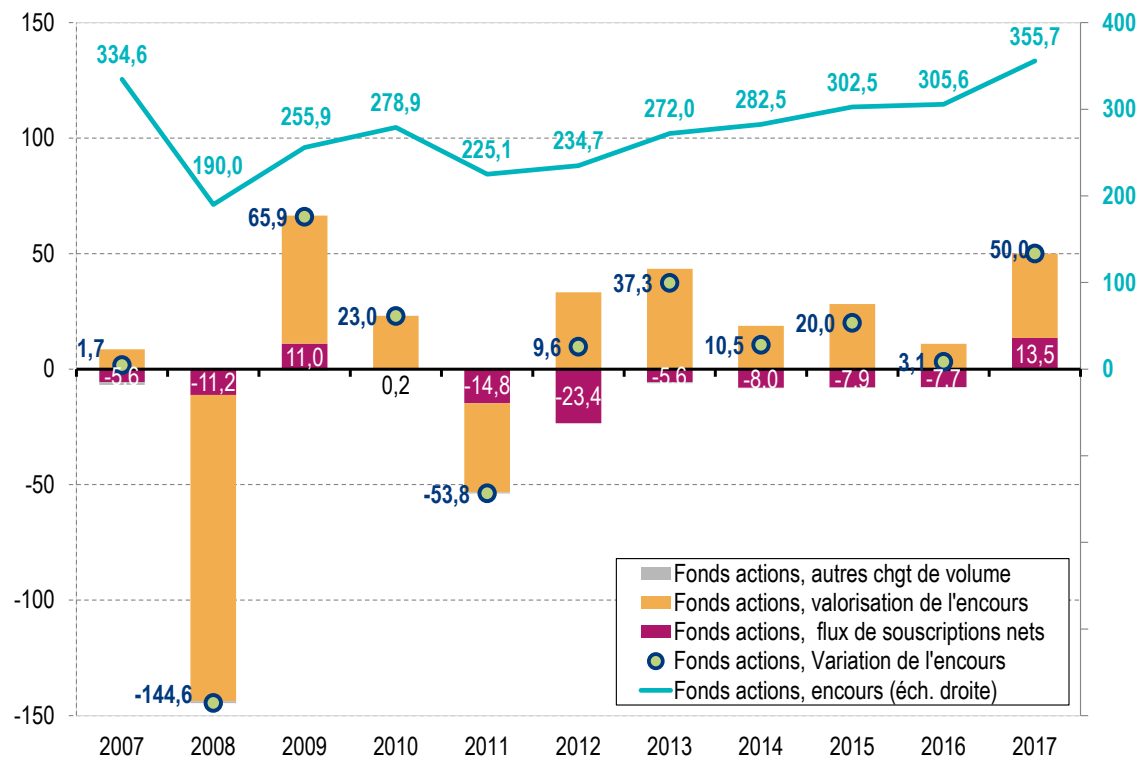


Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

\* NB méthodologique : Jusqu'en 2014, les données publiées par l'EFAMA excluent les fonds de fonds, sauf pour la France, l'Allemagne, l'Italie et le Luxembourg. Par ailleurs, les pays correspondent au lieu de domiciliation des fonds, à l'exception de Hong Kong, Trinidad et Tobago, et la Nouvelle-Zélande. Depuis 2015 (avec réévaluation en 2014), l'EFAMA publie deux jeux de données (avec et sans fonds de fonds). Néanmoins, certaines juridictions (Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Norvège, Roumanie, Slovaquie, Espagne et Suisse) ne parviennent pas à exclure les fonds de fonds du total des encours. Par ailleurs, les ETF et des fonds institutionnels sont inclus dans le total. Le changement de méthodologie et de classification des fonds entraîne un saut statistique d'environ 4 700 milliards d'euros pour l'année de transition (2014), dont 1 650 milliards pour les États-Unis, 1 230 milliards pour l'Allemagne, 450 milliards pour la France, 390 milliards pour l'Irlande, 320 milliards pour le Japon, 260 milliards pour le Royaume-Uni, et 260 milliards pour le Luxembourg.

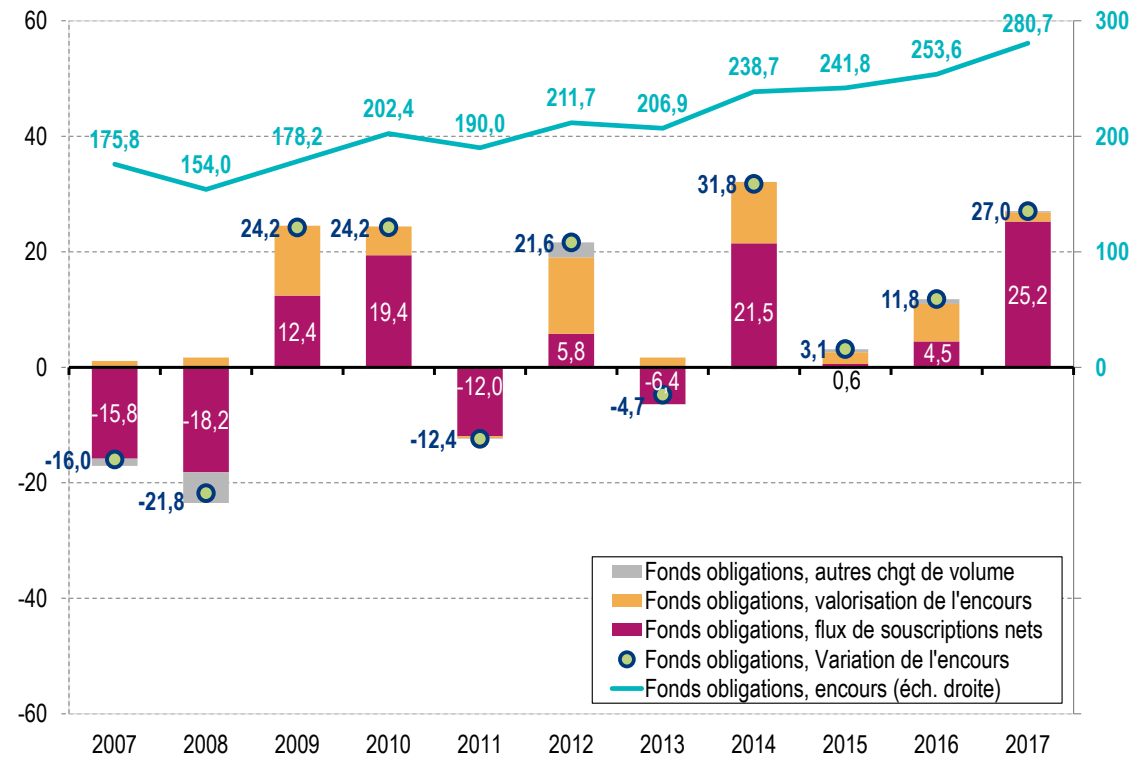
# ... et en France

Encours, collecte nette et revalorisation :  
Fonds actions français (en milliards d'euros)



Source : Banque de France – Panorama financier des OPC, Calculs AMF  
NB méthodologique : les autres variations de volume correspondent aux reclassifications, créations ou liquidations de fonds.

Encours, collecte nette et revalorisation :  
Fonds obligataires français (en milliards d'euros)



Source : Banque de France – Panorama financier des OPC, Calculs AMF  
NB méthodologique : les autres variations de volume correspondent aux reclassifications, créations ou liquidations de fonds.

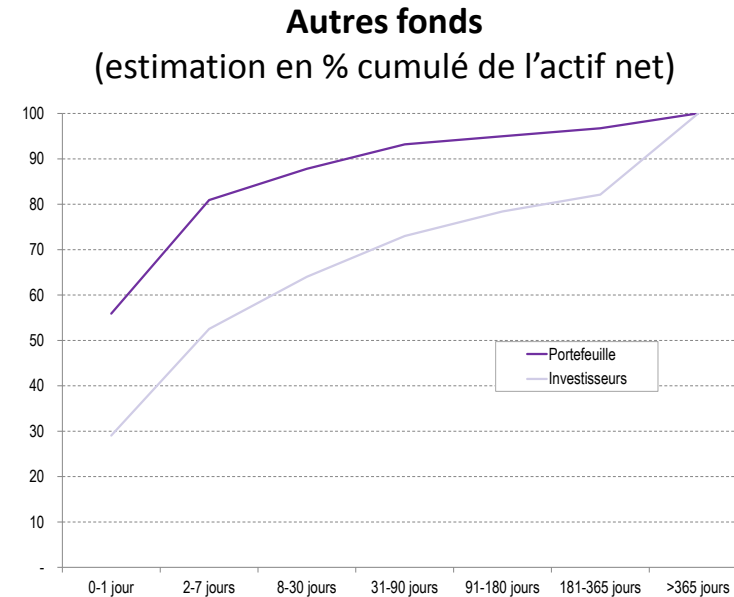
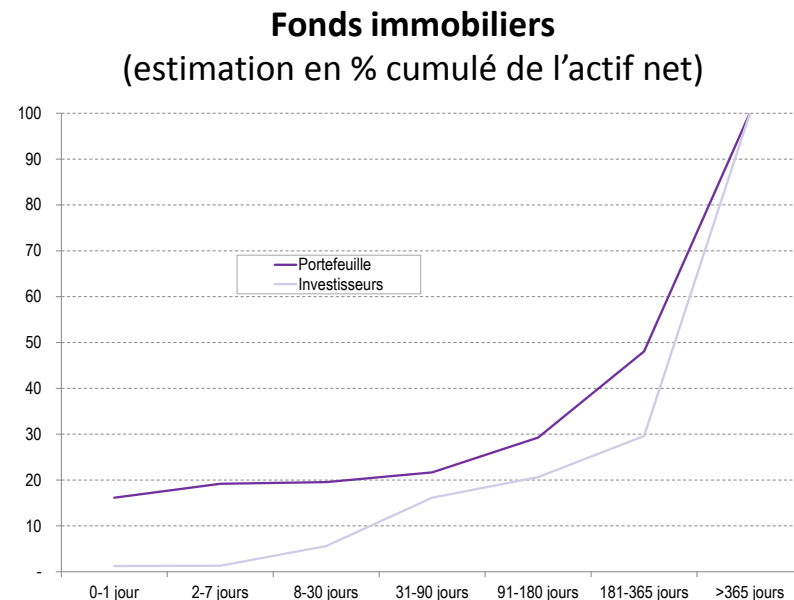
# Liquidité des fonds : le *reporting* des FIA ne révèle pas de risque d'après les déclarations reçues

**Le risque de liquidité a fait l'objet d'une attention accrue des régulateurs**

- ❑ Recommandations internationales (OICV, ESRB...)
- ❑ En France, outils de gestion rendus disponibles (loi Sapin 2)

**L'information tirée du *reporting* AIFM**

## Structure par termes de l'actif et du passif du portefeuille

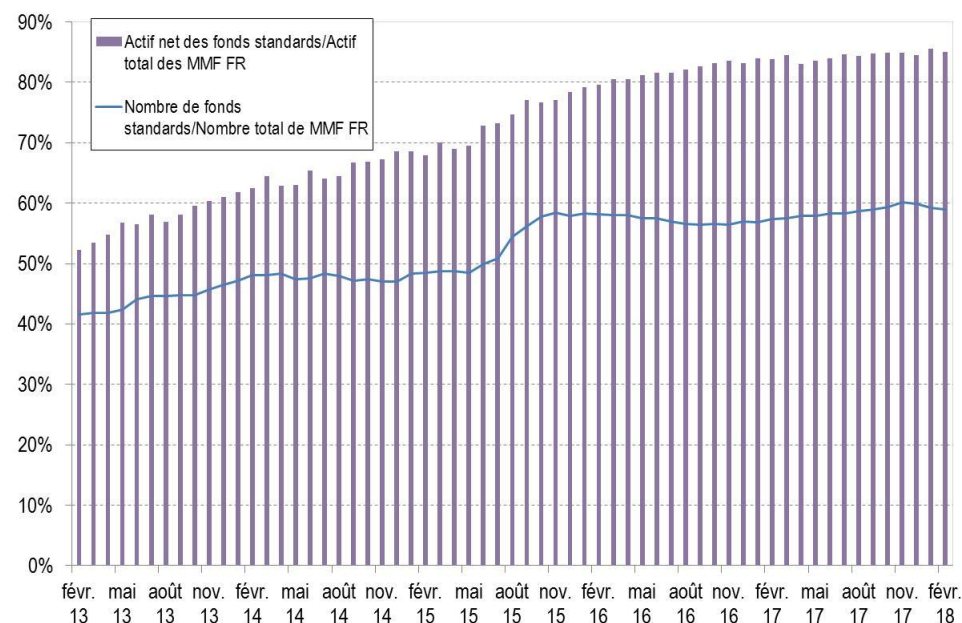


Lecture : pour la stratégie « fonds immobiliers » (16 % des actifs nets), le gérant estime que 16 % de son portefeuille peuvent être liquidés en un jour, et que 1 % des investisseurs peut recevoir des paiements de rachats à cet horizon.

Source : AMF

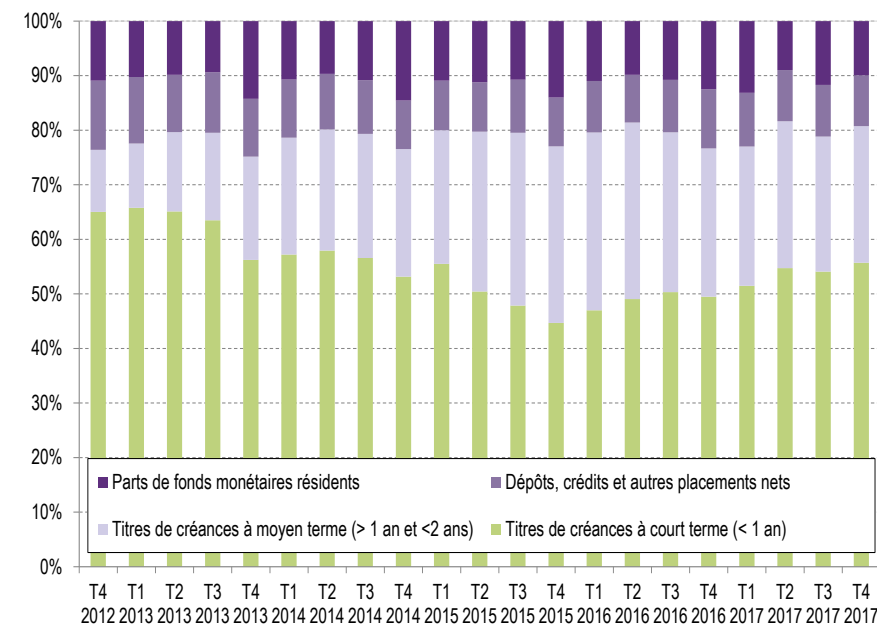
# Fonds monétaires : des encours stables et moins de risque dans l'allocation

## Évolution de la part des fonds standards dans le total des fonds monétaires français (en %)



Source : Banque de France

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

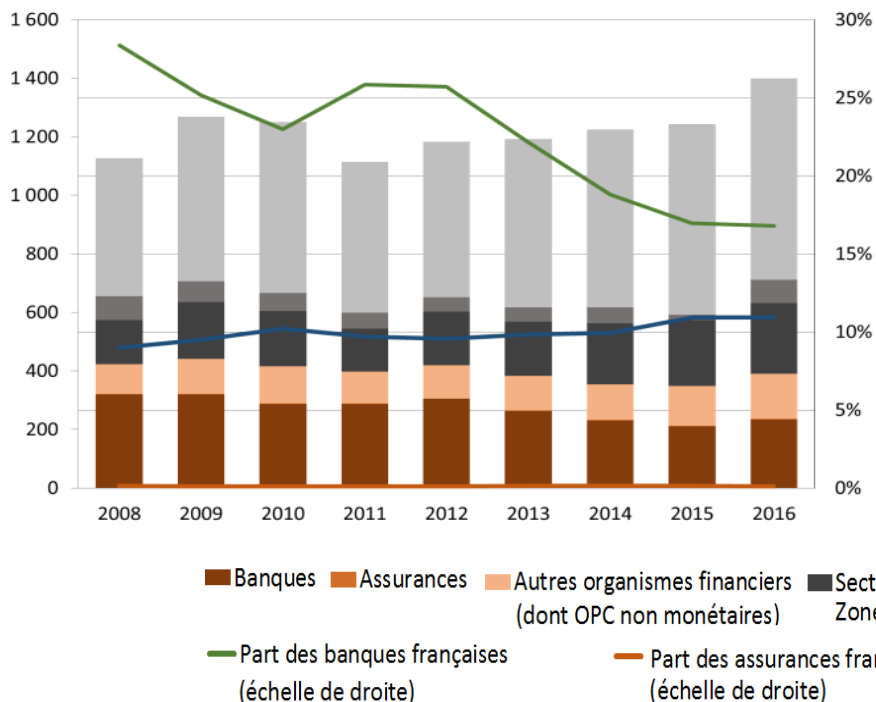


Source : Banque de France

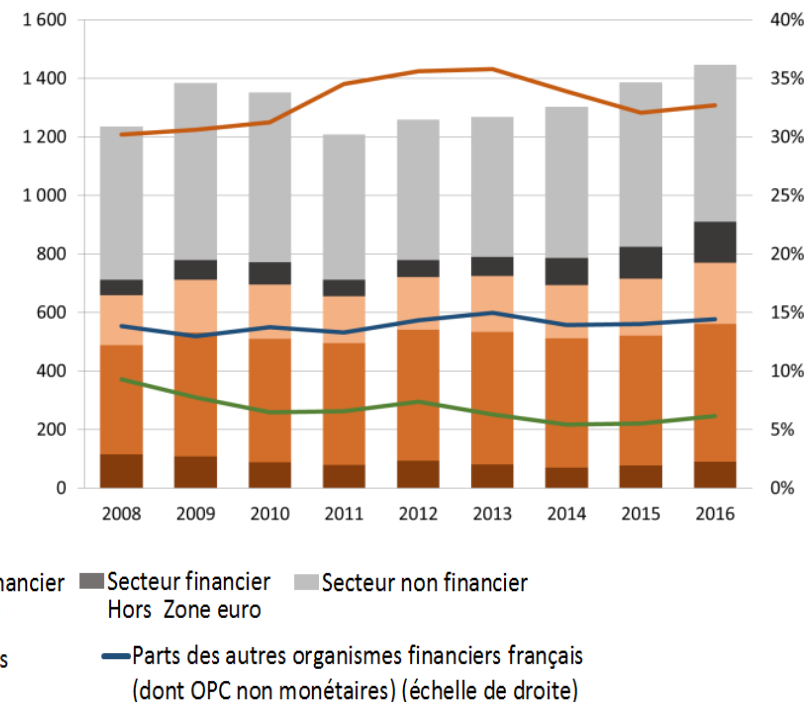


# Des liens avec le reste du secteur financier mieux connus

**Exposition de l'actif des fonds au reste du système financier**  
(en milliards d'euros et en %)



**Exposition du passif des fonds au reste du système financier**  
(en milliards d'euros et en %)



Source : données Banque de France, AMF, ACPR. Les écarts entre l'actif et le passif s'expliquent par l'absence de données relatives aux dépôts et prêts.

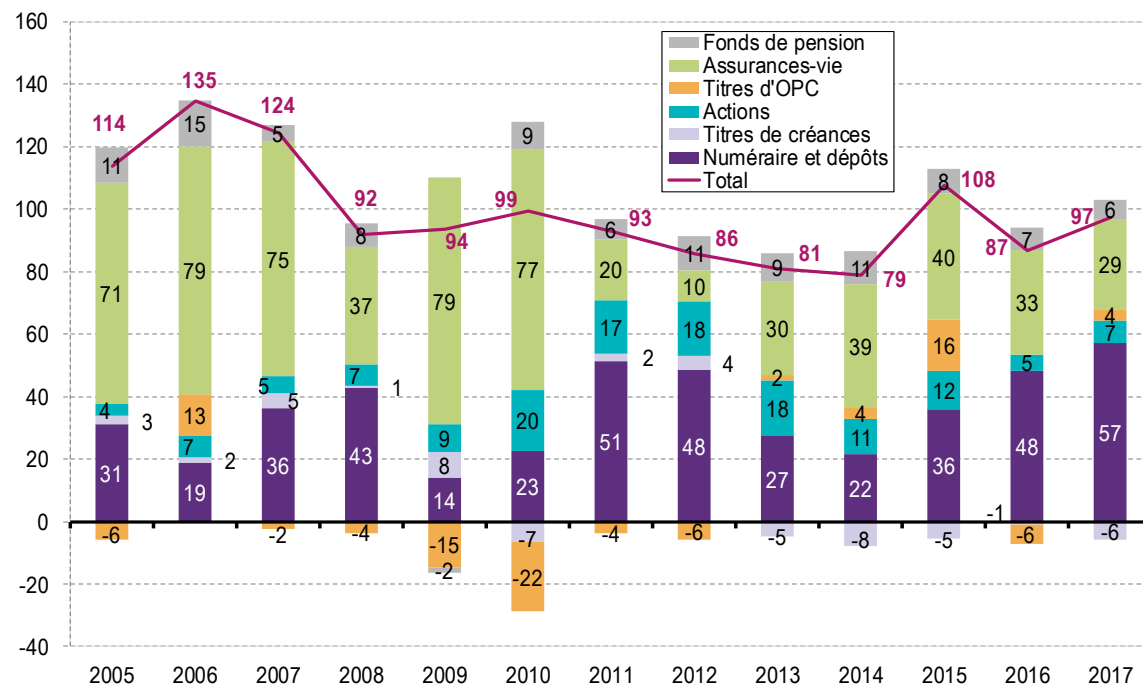


# ÉPARGNE DES MÉNAGES



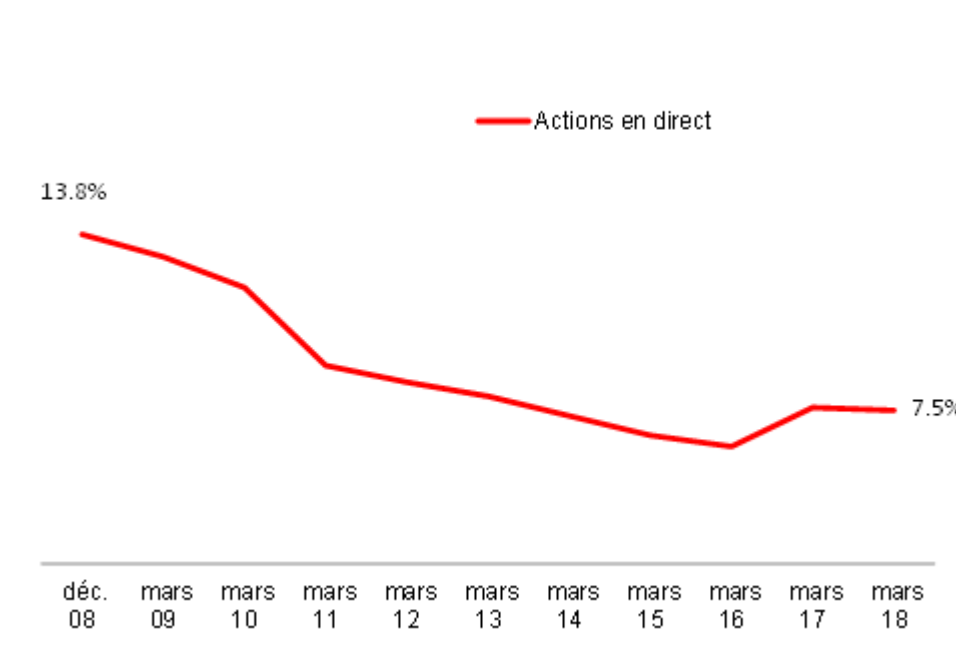
# Record de flux pour l'épargne bancaire et stabilisation du taux de ménages actionnaires après le rebond de 2017

**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

**Taux de détention d'actions en direct par les ménages français**



Sources : Kantar TNS, mars 2018, AMF, Lettre de l'Observatoire de l'épargne n° 29

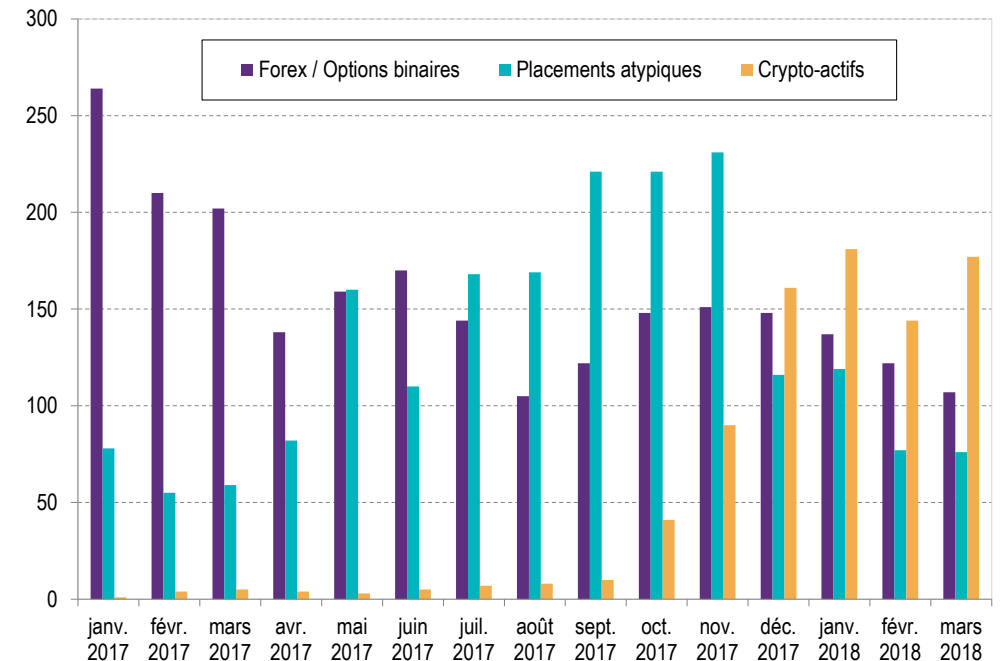
# PRIIPS : une meilleure protection de la clientèle de détail, avec des problèmes résiduels (compréhension des informations...)

- ❑ Les scénarios de performances futures pourraient être mal interprétés
- ❑ La méthode de calcul des coûts de transaction peut, dans certains cas, conduire à afficher des coûts de transaction négatifs ce qui est peu intelligible pour un épargnant

# Les vagues de produits atypiques se succèdent

- Il est à craindre que certains acteurs du Forex et des options binaires se redéployent sur d'autres produits tels que les crypto-actifs.
- La valorisation des crypto-actifs s'apparente à une bulle spéculative. Une correction majeure (-60 %) a déjà été observée début 2018.
- Les réflexions se poursuivent quant à la qualification juridique des jetons et le cadre réglementaire approprié (loi Pacte).

## Nombre mensuel de demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF



Source : AMF



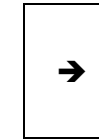
# CONCLUSION

sur les risques identifiés



3

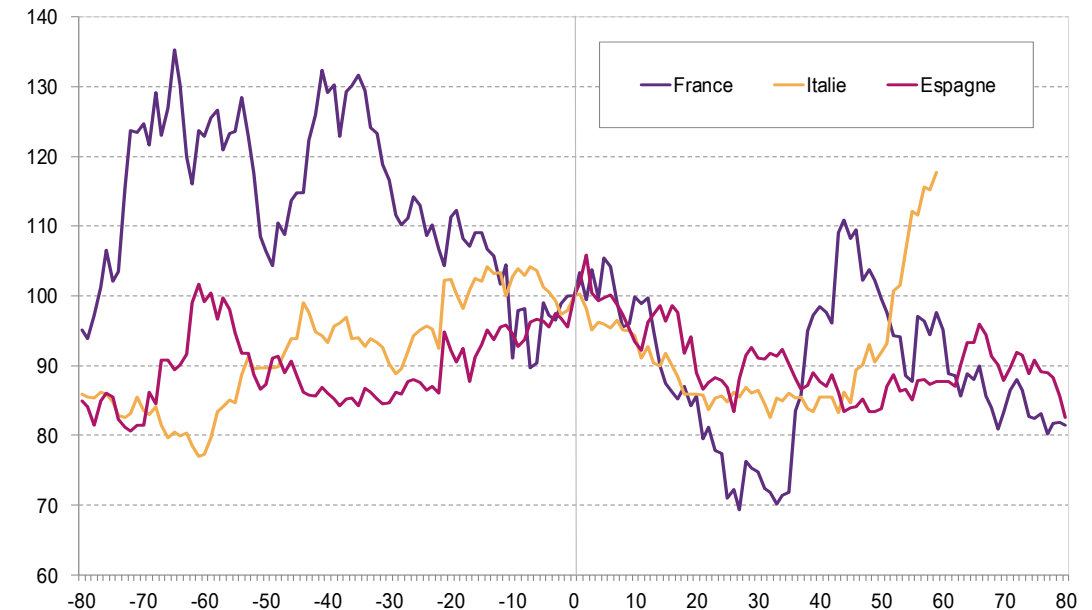
# Risque n° 1 : correction brutale des actifs financiers



## Un risque classé n° 1 depuis 2015

- Toujours de faibles ou tardives réactions des marchés aux événements
- Multiples facteurs de déclenchement
  - Géopolitique, dont *Hard Brexit* (mars 2019)
  - Ralentissement économique (États-Unis, Zone-euro)
  - Difficultés d'un grand pays émergent
  - Hausse des taux longs américains, puis mondiaux

## Évolution des taux d'intérêt sur les emprunts d'État à 10 ans avant et après les événements politiques\* (base 100 le jour de l'événement)



Source : Thomson Reuters Datastream

(\* La date 0 correspond à la date de l'événement (8 mai 2017 pour les élections françaises, 2 octobre 2017 pour le référendum catalan et 5 mars 2018 pour les élections italiennes).

# Risque n° 2 : solvabilité des émetteurs



- ❑ Pas d'inflexion sur les trajectoires de dette malgré une croissance économique soutenue
- ❑ Dette davantage risquée (poids croissant des émetteurs moins bien notés)
- ❑ Contexte de hausse des taux d'intérêt, qui est restée très modérée pour le moment



# Risque n° 3 : non coordination internationale des politiques avec le Brexit à très court terme



## Brexit

- ❑ Risque de *Hard Brexit* le 29 mars 2019
- ❑ Enjeux principaux
  - Continuité des contrats sur dérivés impliquant une entité britannique
  - Compensation des dérivés dans les chambres britanniques
  - Continuité des données et seuils réglementaires
    - mission de surveillance des marchés
    - calcul des seuils déclenchant des obligations réglementaires (*double volume cap...*)

## Guerre commerciale

- ❑ Diminution de la croissance
- ❑ Hausse de l'inflation
- ❑ Incertitude accrue sur les politiques monétaires, et donc sur les taux d'intérêt



Smoot-Hawley Tariff Act (1930)

# Synthèse des risques 2019

	Description des risques	Niveau mi-2018	2018-2017	Perspectives 2019
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>Observation de valorisations élevées, de primes de risque faibles, et d'une volatilité basse.</i>		→	→
	2. Manque de coordination des politiques (monétaires, budgétaires...), des ajustements réglementaires du secteur financier <i>Potentielle concurrence réglementaire (Brexit, politique nouvelle de régulation aux États-Unis). Menaces protectionnistes, guerre commerciale. Désynchronisation de politiques monétaires entre États-Unis et Europe. Articulation entre politique monétaire et politique macro-prudentielle en Zone euro (prise de risque induite par la recherche de rendement).</i>		↗	→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants <i>Observation de niveaux de dette élevés et absence d'inflexion sur les trajectoires d'endettement. Potentielle diffusion mondiale d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Risque d'affaiblissement conjoncturel.</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 épisodes de correction éclair (février 2018).</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>Disparition des dysfonctionnements du marché du repo en 2017</i>		↘	→
	6. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché <i>Mise en œuvre de MIF2 et du règlement benchmark. Amendements envisagés pour EMIR. Cyber-risques dans un contexte géopolitique tendu. Continuité des activités en mars 2019 en cas d'échec des négociations sur une période de transition pour le Brexit (notamment chambres de compensation, marchés dérivés).</i>		→	↗
Financement de l'économie	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement de taux d'intérêt bas et à un environnement économique encore fragile <i>Amélioration de la conjoncture macro-économique. Remontée pour le moment lente et mesurée des taux d'intérêt. (Mais concurrence accrue de nouveaux acteurs exploitant le numérique)</i>		↘	→
	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>Développement de nouvelles vagues d'arnaques (crypto-actifs). Difficultés d'application de PRIIPS.</i>		↗	→

	Systemique
	Élevé
	Significatif
	Faible

Niveau du risque mi-2018

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

↘	En baisse
→	Stable
↗	En hausse

