

JUILLET 2019

CARTOGRAPHIE 2019 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Risques & tendances

Achévé de rédiger le 28 juin 2019.

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, stabilité financière et risques de l'Autorité des marchés financiers, et rédigée par les personnes citées en dernière page. Elle repose sur l'utilisation de sources considérées comme fiables mais dont l'exhaustivité et l'exactitude ne peuvent être garanties. Sauf mention contraire, les données chiffrées ou autres informations ne sont valables qu'à la date de publication du rapport et sont sujettes à modification dans le temps. Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou en partie, sont soumises à l'accord exprès, préalable et écrit de l'AMF.

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.

SOMMAIRE

SYNTHÈSE	4
CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	9
1.1. UN ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER ASSOMBRI ET INCERTAIN	9
1.2. LA DÉTERIORATION DE L'ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER A PESÉ SUR L'ACTIVITÉ PRIMAIRE	17
CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION	28
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS.....	29
2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES	35
2.3. RÈGLEMENT BENCHMARK : UNE ENTRÉE EN VIGUEUR PROGRESSIVE	41
2.4. MARCHÉS DÉRIVÉS	44
CHAPITRE 3 : LA GESTION D'ACTIFS	55
3.1. ÉTAT DES LIEUX DE LA GESTION : COLLECTE ET PROFIL DE RISQUE	55
3.2. L'ESSOR DES VÉHICULES DE FINANCEMENT PRIVÉS ET DE DETTE	67
3.3. UNE MEILLEURE APPRÉHENSION DES RISQUES VIA LE REPORTING AIFM	74
CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES	85
4.1. ÉTAT DES LIEUX DE L'ÉPARGNE ET STRUCTURE DU PATRIMOINE	85
4.2. POINTS SUR LES RISQUES PRÉCÉDEMMENT IDENTIFIÉS.....	93
4.3. LA PERFORMANCE DES PRODUITS FINANCIERS	98
LISTE DES ACRONYMES	102
LISTE DES GRAPHIQUES	104
LISTE DES ENCADRÉS	106

SYNTHÈSE

En un an, l'environnement des marchés financiers s'est dégradé avec le ralentissement du PIB mondial et l'approfondissement des incertitudes ou tensions géopolitiques

Depuis notre cartographie des risques de l'an passé, l'activité économique s'est dégradée au niveau mondial, à l'exception notable des États-Unis, tandis que l'incertitude restait à un niveau élevé, alimentée par les conflits commerciaux internationaux, la nature inédite du *policy-mix* américain, les avatars du Brexit, les contestations du projet européen, la fragilité de certains gouvernements de la zone euro, voire le mouvement des « gilets jaunes » en France. L'affaiblissement de la croissance, qui va jusqu'à une récession technique en Italie au second semestre 2018, survient alors que les options des autorités seraient limitées si une éventuelle relance devenait nécessaire. Les marges de manœuvre monétaire n'ont en effet été que partiellement restaurées aux États-Unis pour ce qui est des taux d'intérêt, et elles ne l'ont pas du tout été en zone euro ; l'état des finances publiques rendrait difficile la mobilisation de la relance budgétaire dans la plupart des pays ; quant aux outils macro-prudentiels, comme le coussin contra-cyclique de capital, ils n'ont été développés que très récemment et se situent à des niveaux faibles. Enfin, bien qu'il soit mieux capitalisé et plus résistant, avec des prêts non performants qui se résorbent lentement, le système bancaire européen apparaît toujours peu profitable au regard des exigences de rendement des investisseurs : sa capitalisation boursière reste très inférieure à l'actif net (ratio *price-to-book* inférieur à 1). Le modèle économique des banques est fragilisé par la prolongation de l'environnement de taux d'intérêt très bas (pénalisant la marge d'intérêt) et la difficulté à tirer davantage de revenus des commissions compte tenu du niveau de concurrence.

Dans ce contexte, les valorisations des actifs financiers se situent toujours à des niveaux élevés ; la chute, certes temporaire, des marchés actions fin 2018 illustre les facteurs de déclenchement d'une possible correction : révision à la hausse de la prime de risque ou anticipation de resserrement de la politique monétaire

La re-tarification des actifs financiers constituait le principal risque mis en avant dans nos cartographies précédentes. Depuis, les valorisations sont restées élevées notamment sur les marchés actions américains qui ont atteint un nouveau record historique absolu (S&P500 à 2 964 points le 20 juin 2019). Alors que l'environnement se dégrade et que les perspectives de résultat des entreprises sont en baisse, ce risque de correction reste donc majeur. D'ailleurs, une nette baisse des marchés actions, tant aux États-Unis qu'en Europe et en France, avait eu lieu à la fin de l'année 2018 (lors du quatrième trimestre 2018, le S&P 500 a perdu 12,1 %, l'Eurostoxx 50 14,3 % et le CAC 40 14,1 %) avant qu'un rebond, à partir du premier trimestre 2019, n'efface cette baisse. Dans le même temps la volatilité, qui avait crû, est revenue à son niveau du début de l'année 2018. Cet épisode permet d'identifier deux facteurs de déclenchement d'une future éventuelle correction. La baisse des marchés actions en fin d'année 2018 s'est en effet accompagnée d'une révision à la hausse de la prime de risque. Une telle révision constitue le premier facteur de déclenchement possible pour une correction des marchés. À l'avenir, cette révision de la prime de risque pourrait provenir d'anticipations de croissance moins forte aux États-Unis, où la phase d'expansion extraordinairement longue devra inéluctablement s'achever et où l'inversion de la courbe des taux peut constituer un signe annonciateur d'un retournement. La hausse de la prime de risque pourrait aussi provenir d'une plus grande incertitude sur l'évolution de la politique monétaire (la hausse du prix du pétrole complique cette politique) ou d'une attention plus grande portée par les acteurs de marché à des aléas géopolitiques (certains ont pu finir par exemple par ne plus s'inquiéter du Brexit). Quant au rebond des marchés actions du début 2019, il a en fait accompagné

les annonces d'une politique monétaire accommodante effectuées tant par la Fed que par la BCE avec des taux d'intérêt nettement négatifs en zone euro (le taux souverain français étant en territoire négatif jusqu'à 10 ans en cette fin juin 2019). Ainsi, une déception des acteurs de marché sur la nature accommodante des politiques monétaires pourrait constituer le second facteur de déclenchement d'une correction. Au final, les valorisations comme la volatilité sur les marchés paraissent dépendre avant tout des politiques des banques centrales.

Dans un contexte où les politiques monétaires lui sont favorables, l'endettement ne diminue pas et demeure la seconde source de vulnérabilité avec la progression de certaines formes (finance à effet de levier) qui reposent sur des sous-jacents de moindre qualité et exposent les investisseurs à des risques accrus

La dynamique de la dette reste le second risque identifié derrière celui d'une correction des marchés. Les niveaux d'endettement ne montrent en effet globalement pas d'inflexion (hausse en montant nominal, légère baisse en pourcentage du PIB) et les capacités de remboursement des emprunteurs seraient menacées par un ralentissement plus net de l'activité ou par une remontée inattendue des taux d'intérêt. Cette dynamique de dette résulte des politiques monétaires qui offrent des conditions avantageuses même aux emprunteurs peu sûrs et qui incitent les prêteurs à accroître leur prise de risque pour obtenir du rendement. Les politiques macro-prudentielles préventives sont donc utiles pour contenir ces développements et elles ont par exemple été déployées en France compte tenu de la trajectoire, très dynamique par rapport au reste de la zone euro, de la dette des sociétés non financières et des ménages. Au niveau mondial, l'année écoulée a mis en avant de nouveaux risques provenant du développement fort de certains marchés de dette les plus risqués regroupés sous l'appellation de finance à effet de levier, un concept sans définition indiscutable, qui atteindrait 3 000 milliards de dollars si on y inclut obligations à rendement élevé, prêts à effet de levier (consentis aux entreprises déjà très endettées ou détenues par des fonds de *private equity*), éventuellement titrisés sous forme de *Collateralized Loan Obligations* (CLOs). Les investisseurs sont exposés par ces produits à des pertes importantes en cas de défaut des emprunteurs compte tenu des faibles garanties prévues (développement de prêts à covenants allégés, passés de 35 à 80 % de 2007 à 2017 aux États-Unis). Les détenteurs finals de ces produits restent difficiles à identifier d'où un parallèle avec la titrisation des *subprimes* et la crise de 2008. Les fonds français ne paraissent pas directement exposés à cette finance à effet de levier : elle représente moins de 2 % de leurs actifs. Plus généralement, leur allocation dans les instruments de dette n'a pas connu de déformation vers des produits plus risqués ou moins liquides.

La mutation des marchés financiers s'accompagne de nouveaux risques : atteinte limitée de l'objectif d'amélioration de la transparence souhaité par MIF2, effets de la concentration des transactions au *fixing* de clôture sur Euronext, ou encore emballement des fonds de financement privé. Les risques des marchés dérivés apparaissent toutefois quant à eux en baisse et la connaissance des fonds d'investissement alternatifs continue à progresser (*reporting AIFM*)

Dix-huit mois après l'entrée en vigueur de MIF2, l'impact de la réforme se précise et les effets positifs du nouveau pas de cotation se vérifient, y compris lors de tensions de marché comme ce fut le cas en février 2018. Pour le moment, les nouvelles règles de financement de la recherche sur les sociétés cotées ne paraissent pas avoir eu d'effet notable sur la couverture de ces sociétés si l'on en croit les chiffres de Bloomberg ; mais la perception des acteurs est très différente et cet écart appelle une analyse approfondie : baisse des prix et des budgets consacrés à la recherche, développement de la recherche

financée par les émetteurs, augmentation du nombre des émetteurs couverts par analyste... D'autres phénomènes non souhaitables sont quant à eux confirmés sans ambiguïté comme la hausse significative de la part de marché des internalisateurs systématiques (18 % au premier trimestre 2019 contre 2 % avant MIF2). Ce mode de négociation limite la participation à la formation des prix ainsi que la transparence pré-transaction, ce qui va à l'encontre des buts poursuivis par MIF2 qui visait à ramener les volumes réalisés de gré à gré vers des plates-formes transparentes. La seconde évolution notable concerne le poids pris par le *fixing* de clôture dans les transactions : 40 % pour Euronext Paris. Il pourrait s'agir d'une conséquence involontaire de MIF2 (l'exécution au *fixing* de clôture simplifie le *reporting* imposé par la directive) mais aussi être le fruit du développement de la gestion passive, accompagné d'un phénomène auto-amplificateur (la liquidité se déplaçant vers le *fixing* de clôture, celui-ci devient plus désirable). Les risques associés proviennent de la dégradation de la qualité de la formation du prix et de la liquidité en séance, sans compter les vulnérabilités opérationnelles compte tenu des volumes qui se retrouvent concentrés sur le *fixing* de clôture. Sur les marchés obligataires, où l'accroissement de la transparence est très progressif, nos indicateurs pointent vers une poursuite de la baisse de la liquidité mais la dégradation reste faible.

Du côté de la gestion d'actifs, les encours des fonds français diminuent en 2018 non seulement à cause d'une baisse des valorisations (effet prix, qui est généralisé et qui a entraîné une baisse mondiale jamais vue depuis 2008) mais aussi à cause d'une décollecte (effet volume, qui est propre à la France et qui se situe à un record depuis 2008 pour les fonds tant actions qu'obligations). La relocalisation au Luxembourg d'une partie des fonds domiciliés en France, rappelle le besoin de convergence européenne en matière de supervision dans une industrie où les activités sont souvent réparties sur plusieurs juridictions. Par ailleurs, grâce au *reporting* propre aux Fonds d'Investissement Alternatif (FIA), on bénéficie de données détaillées sur la liquidité et le levier des fonds qui sont *a priori* les plus risqués, *hedge funds* inclus, et qui représentent la moitié des encours de la gestion collective française (7 400 fonds, 750 milliards d'euros). S'agissant des FIA distribués ou gérés en France, le niveau de risque apparaît modéré. Au niveau mondial, les fonds de *private equity* continuent à lever des montants importants, peinent à investir et le font dans des cibles dont la valorisation s'effectue à des multiples records. Autant de signes d'une potentielle bulle. Les fonds immobiliers aussi connaissent une forte croissance. *A contrario*, l'analyse des marchés dérivés grâce aux données EMIR montre une poursuite de la baisse des risques associés : hausse de la compensation, baisse des expositions, marges échangées plus fortes.

Les risques pesant sur les marchés financiers paraissent au final moins provenir à court terme de leur structure que de leur environnement, qui appelle les épargnants à la vigilance et les autorités à développer les politiques macro-prudentielles. Le contexte international engendre ainsi des vulnérabilités tant à court terme, avec le Brexit, qu'à long terme avec le risque d'un environnement moins coopératif : fragmentation de marché, concurrence réglementaire et nivellement par le bas. Le risque pour le secteur financier peut aussi venir de son incapacité à s'adapter à toutes ces évolutions, auxquelles on peut ajouter le défi de la transition énergétique.

Si l'on excepte l'essor de la *leveraged finance*, c'est du côté de la sphère réelle de l'économie que proviennent les principaux risques identifiés pour les marchés financiers : surprises négatives sur l'activité économique, difficulté de pays émergents, tensions commerciales qui limiteraient les échanges, événement géopolitique, défaut d'un émetteur, ou même dégradation de notation faisant basculer des volumes importants de la catégorie *investment grade* à *high yield* (beaucoup de titres se trouvent à cette frontière avec une notation BBB). Les politiques monétaires devraient continuer à jouer un rôle clef

dans ce contexte. Le risque d'une remontée très rapide et très forte des taux paraît faible puisque la perspective même d'une normalisation monétaire s'est éloignée. Ce sont les risques opposés de taux d'intérêt trop bas trop longtemps qui prévalent, avec les inconvénients associés : incapacité des marchés à tarifier temps et risque pour orienter les investisseurs, épargnants partagés entre dépôts bancaires sans rendement (nouveau record à 61 milliards d'euros en 2018), bulles voire recherche de rendements irréalistes qui cachent des escroqueries.

Ce contexte de taux d'intérêt bas exerce une pression sur les marges des acteurs, remet en cause les modèles d'affaires et, en focalisant l'attention des clients sur le niveau des frais, favorise le développement de modes de gestion passifs. Si l'on y ajoute les défis de la transition numérique et de la transition énergétique, le secteur financier fait donc face à de multiples bouleversements qui portent le risque d'adaptations brutales. À court terme, le Brexit rajoute un facteur à ces vulnérabilités de transition, y compris pour les autorités de supervision elles-mêmes puisque notre capacité même à bien identifier les risques pourrait être altérée en raison des difficultés d'accéder aux données.

	Description des risques	Niveau mi-2019	2019-2018	Perspectives 2020
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 Maintien de valorisations élevées, de primes de risque faibles et d'une volatilité basse malgré une correction temporaire (fin 2018)		→	→
	2. Manque de coordination internationale des politiques Potentielle concurrence réglementaire (Brexit, 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)		↗	→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants Absence d'inflexion sur les trajectoires d'endettement. Développement de la finance à effet de levier Sensibilité des émetteurs au ralentissement conjoncturel et à une éventuelle hausse des taux d'intérêt (venant des États-Unis)		→	→
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 Résistance des marchés lors de la correction de fin 2018. Poursuite, très lente, de la dégradation de la liquidité obligataire		→	→
	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. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Difficultés à atteindre certains objectifs de MIF2 ; révision d'EMIR Cyber-risques dans un contexte géopolitique tendu Brexit : <i>share trading obligation</i> , relocalisations en Europe à 27, etc.		↗	→
Financement de l'économie	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Ralentissement macro-économique Approfondissement du contexte de taux d'intérêt bas ; pression sur les marges Transitions numérique et énergétique		→	↗
	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 Poursuite des vagues d'arnaques Difficultés d'application de PRIIPS		→	→

Niveau du risque mi-2019	Très élevé
	Élevé
	Significatif
	Faible

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

↘	En baisse
→	Stable
↗	En hausse

CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Les tendances observées depuis l'été 2018 confirment la dégradation de l'environnement macro-financier dans la plupart des pays ou zones géographiques, caractérisée par un ralentissement de l'activité économique et par la persistance de nombreuses incertitudes majeures, notamment celles qui entourent le *Brexit* ou l'issue de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. L'assombrissement des perspectives conjoncturelles a conduit à une correction boursière en fin d'année et a amené les banques centrales des pays développés à infléchir début 2019 le mouvement de normalisation de leur politique monétaire, y compris aux États-Unis, où la situation économique reste très favorablement orientée pour le moment¹. Ces décisions ont contribué au rebond des valorisations boursières et ont permis le maintien des primes de risques à des niveaux faibles durant les premiers mois de 2019.

Dans un contexte de maintien des taux d'intérêt directeurs à des niveaux très bas et de normalisation repoussée des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique, le principal risque est celui d'une déconnexion de la valeur des actifs financiers de leur valeur fondamentale induite par la recherche de rendements de la part des investisseurs.

La dégradation de l'environnement financier a pesé sur l'activité des marchés primaires d'actions et d'obligations. Les introductions en bourse se sont raréfiées en Europe à partir de l'été 2018, en particulier à Paris où l'atonie de ce segment de marché perdure depuis quelques années, ce qui accentue la tendance à la baisse du nombre de sociétés cotées et interroge quant à la place des marchés d'actions dans le financement des entreprises françaises. Sur les marchés obligataires, les volumes d'émissions se sont également repliés dans la plupart des zones géographiques et quelle que soit la notation de crédit des sociétés. Particulièrement dynamique ces dernières années, le segment des obligations vertes a également ralenti et reste insuffisamment développé au regard des besoins d'investissement pour la transition énergétique. En revanche, les prêts à effet de levier restent dynamiques, notamment aux États-Unis, ce qui demeure un point d'attention.

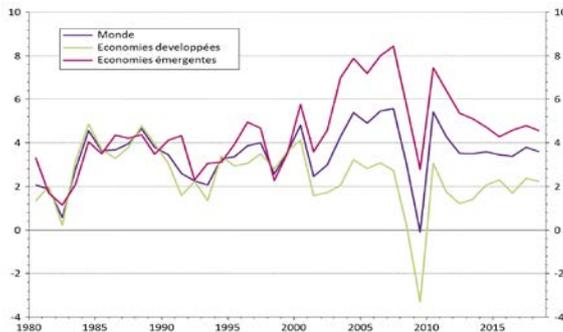
1.1. UN ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER ASSOMBRI ET INCERTAIN

1.1.1. Tandis que la croissance mondiale baisse, les risques géopolitiques demeurent à des niveaux très élevés

L'année 2018 a été marquée par un ralentissement de l'activité dans la plupart des zones géographiques et par une dégradation des perspectives économiques, notamment dans les pays développés (Graphique 1 et Graphique 2).

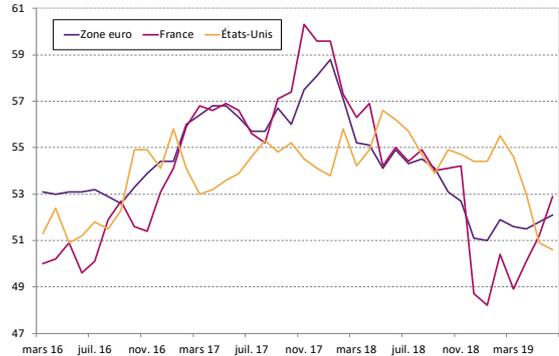
¹ Les États-Unis ont enregistré une croissance continue (en glissement annuel) de leur PIB volume depuis le quatrième trimestre 2009.

Graphique 1 : Évolution du PIB volume
(%, variation par rapport à l'année précédente)



Source : FMI

Graphique 2 : Indices composite des directeurs d'achat (PMI)



Source : Bloomberg

La guerre commerciale pèse sur les échanges et la croissance mondiale

En particulier, l'augmentation des tarifs douaniers, conjuguée à l'incertitude entourant l'issue de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis et sa possible généralisation à l'ensemble des pays, constituent un risque majeur pour la croissance. Leur impact pourrait du reste être amplifié si la paralysie de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), liée au blocage par les États-Unis du processus de renouvellement des juges de l'organe d'appel du système de règlement des différends, devait perdurer. Selon les estimations du Fonds Monétaire International (FMI)², qui a envisagé plusieurs scénarios, la guerre commerciale pourrait avoir un impact permanent sur la croissance. L'effet le plus significatif pourrait se ressentir dès 2019 en Chine avec une baisse marquée pouvant aller jusqu'à 1,5 % et à l'horizon 2020 pour les États-Unis avec une réduction de la croissance de 1 %.

En Asie, la hausse des droits de douane a déjà eu une incidence significative sur les exportations de pays comme la Chine ou la Corée du sud, affectés par ailleurs par le ralentissement de la demande mondiale et les fluctuations du cycle de l'électronique. Malgré cela, le déficit de la balance commerciale des États-Unis vis-à-vis de la Chine a continué de se creuser³.

Graphique 3 : Évolution des exportations
(variation sur un an en %)



Source : Thomson Reuters Datastream

Graphique 4 : Échanges entre la Chine et les États-Unis
(moyennes mobiles 6 mois, variation sur un an en %)

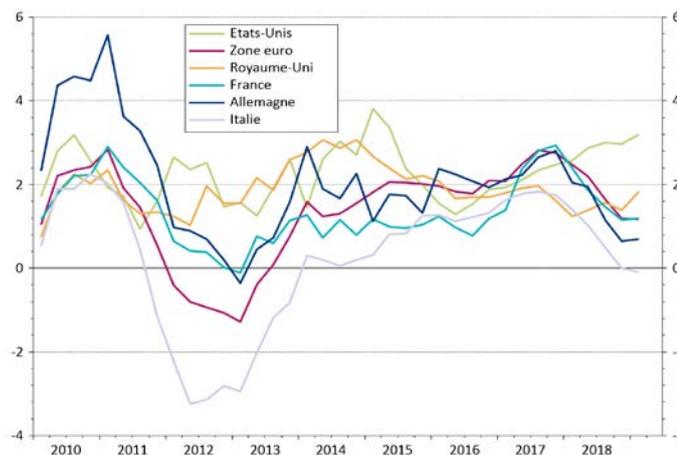


² Fonds monétaire international, *Challenges to Steady Growth, World economic outlook report*, octobre 2018.

³ Il faut toutefois noter que le commerce extérieur a soutenu le PIB américain lors du premier trimestre 2019.

Dans ce contexte, les économies les plus résilientes sont celles qui présentent une demande intérieure solide. C'est le cas notamment des États-Unis, où la croissance reste soutenue (Graphique 5)⁴ contrairement à la plupart des autres pays développés. Profitant déjà par ailleurs de la poursuite de la hausse des salaires, la consommation des ménages a pleinement bénéficié, via les effets de richesse, de la réforme fiscale mise en œuvre en 2018, qui s'est également traduite par un surcroît des dépenses d'investissement. Mais cette réforme fiscale aura un coût sur les finances publiques⁵.

Graphique 5 : Évolution du PIB volume pour quelques pays développés
(%, glissement annuel)



Dernier point: T1 2019

Sources: Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Department of Commerce, Eurostat, Office for National Statistics (ONS), INSEE, Federal Statistical Office, Istat, Thomson Reuters Datastream

En Europe en revanche, la situation reste moins bien orientée dans son ensemble, malgré un léger rebond au premier trimestre 2019, tandis que certains pays connaissent des risques spécifiques. Le *Brexit* et les incertitudes qui l'entourent continuent ainsi de peser sur l'investissement des entreprises au Royaume-Uni. Selon les estimations du FMI⁶, dans l'hypothèse où le Royaume-Uni quitterait l'Union européenne sans accord mais sans qu'il y ait d'entraves majeures aux échanges commerciaux ni de dégradation marquée des conditions de financement, le niveau de production du Royaume-Uni pourrait diminuer de 3,5 % à l'horizon de 2021 par rapport au niveau qu'il pourrait atteindre avec un accord de libre-échange.

En zone euro, la croissance a ralenti en Italie, l'économie ayant même connu une période de récession technique⁷ fin 2018. L'approbation du budget 2019 a été difficile, l'Union européenne ayant en mai 2018 et, pour la première fois de son histoire, rejeté la proposition initiale du gouvernement italien. Contrairement à ses voisins européens (France, Allemagne, Espagne), le pays a alors connu un mouvement de défiance, obligeant les banques italiennes à prendre le relais des investisseurs étrangers qui se détournent de la dette souveraine italienne (Graphique 6). En accentuant les interconnexions entre l'État et les banques, ce mouvement de « renationalisation » de la détention de la dette

⁴ La croissance des États-Unis s'est établie à 3,9 % en 2018 (source : Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce).

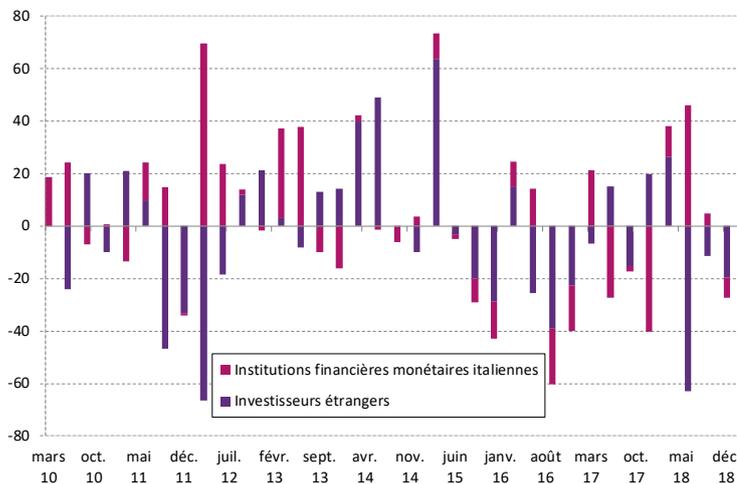
⁵ La dette publique s'élevait à 106 % du PIB en 2018 et pourrait atteindre 110 % en 2024 selon les estimations du FMI.

⁶ Fonds monétaire international, *Growth slowdown, Precarious recovery, World economic outlook report*, avril 2019.

⁷ On parle de récession technique si un recul du PIB sur au moins deux trimestres peut être observé.

souveraine italienne n'est pas sans risque pour la stabilité financière, compte tenu du niveau d'endettement de l'État italien.

Graphique 6 : Variation de la détention de la dette souveraine italienne
(en milliards d'euros)



Source : BCE

1.1.2. La baisse de la croissance pourrait reporter la normalisation monétaire dans les pays développés

Malgré le maintien de conditions monétaires très accommodantes, l'inflation en zone euro s'est éloignée de sa cible à partir de novembre 2018 alors qu'elle s'était élevée à 2,3 % en octobre 2018 (Graphique 7). Depuis cette date, les anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans qui permettent d'apprécier le niveau d'inflation à moyen terme ont diminué de manière continue pour s'élever fin juin 2019 à 0,6 %, atteignant ainsi un point bas historique. L'inflation sous-jacente⁸ demeure stable, aux alentours de 1 %. Dans ce contexte et compte tenu du ralentissement économique à l'œuvre, la BCE a annoncé en juin 2019 qu'elle laisserait ses taux directeurs inchangés pendant le premier semestre 2020 au moins, contrairement à ce qui était initialement prévu, et lancera en septembre 2019 une troisième série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO-III*)⁹.

Aux États-Unis, l'inflation, y compris sous-jacente, est restée globalement stable et proche de 2 %¹⁰ tandis que les anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans oscillent entre 2,2 % et 2,9 % depuis le début de l'année 2019. Pour autant, après avoir procédé au relèvement de son taux directeur en décembre 2018, la Réserve Fédérale prône depuis lors la patience concernant l'évolution de son taux d'intérêt du fait de l'assombrissement des perspectives économiques mondiales¹¹, une moitié de ses membres se déclarant par ailleurs désormais en faveur d'un *statu quo* en 2019 alors que l'autre moitié prône plutôt une baisse du taux

⁸ L'inflation sous-jacente retenue ici est l'inflation hors énergie, produits alimentaires, boissons alcoolisées et tabac.

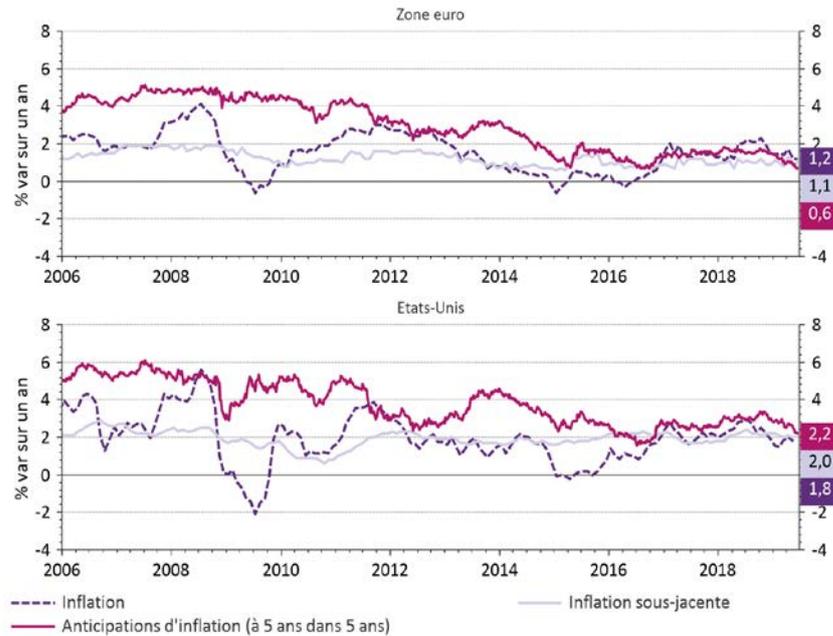
⁹ Le TLTRO III, qui vise par ailleurs aussi à préserver la rentabilité des banques, diffère des précédents par la maturité des opérations de refinancement (2 ans au lieu de 4) et par une indexation des taux accordés aux banques (en fonction du volume de prêts octroyés à l'économie) sur le taux principal de refinancement (et non sur le taux marginal des dépôts).

¹⁰ L'objectif de la Réserve Fédérale est d'atteindre une inflation proche de 2 %.

¹¹ « *In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures, the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes* », Federal Reserve press release, January 30, 2019.

directeur. En outre, la réduction du bilan de la Réserve Fédérale, qui a débutée en octobre 2017, sera arrêtée d'ici la fin de l'année 2019.

Graphique 7 : Évolution des prix à la consommation
(% var. sur un an)



Sources: Eurostat, Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, Thomson Reuters Datastream

Ce ralentissement du mouvement de normalisation monétaire de part et d'autre de l'Atlantique permet, certes, d'éviter à court terme des mouvements brutaux de re-tarification sur les marchés mais il pose la question de la possibilité de sortir durablement des politiques monétaires accommodantes et, s'agissant de l'Europe, de leur efficacité. Le maintien de conditions monétaires très accommodantes accentue également la pression sur la rentabilité des banques confrontées à des marges d'intérêt comprimées et à la concurrence de nouveaux acteurs. Les inquiétudes sur le secteur bancaire se reflètent dans les ratios cours/valeur comptable des indices actions bancaires des principaux pays européens, tous inférieurs à 1.

Graphique 8 : Ratio cours / valeur comptable des indices actions bancaires des principaux pays européens



Source : Thomson Reuters Datastream

1.1.3. Le renforcement du caractère accommodant des politiques monétaires a eu un effet déterminant sur les valorisations boursières lors des premiers mois de 2019

Les rendements obligataires se sont détendus dans les premiers mois de 2019

En 2018, la poursuite de la normalisation monétaire s'était traduite par une remontée des rendements des emprunts d'État aux États-Unis. En revanche, la perspective de l'arrêt du programme d'achat d'actifs par la BCE en fin d'année n'a pas eu d'effet similaire en Europe. La plupart des dettes européennes ont en effet bénéficié d'un mouvement de fuite vers la qualité lié à la crise de confiance affectant la dette italienne, dont le taux à 10 ans a grimpé de plus de 200 points de base entre mai et décembre 2018.

Graphique 9 : Taux des emprunts d'État à 10 ans (en %)



Source : Thomson Reuters Datastream

Le changement d'orientation dans la *forward guidance* de la Réserve Fédérale (en janvier 2019) et de la BCE (en mars 2019) s'est traduit par une détente immédiate des rendements des emprunts d'État sur les premiers mois de 2019. L'écart entre les taux souverains 10 ans et 1 an était même quasi-nul au printemps aux États-Unis. Or, par le passé, les périodes d'aplatissement ou d'inversion de la courbe des taux ont été le signe d'une fin de cycle économique.

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



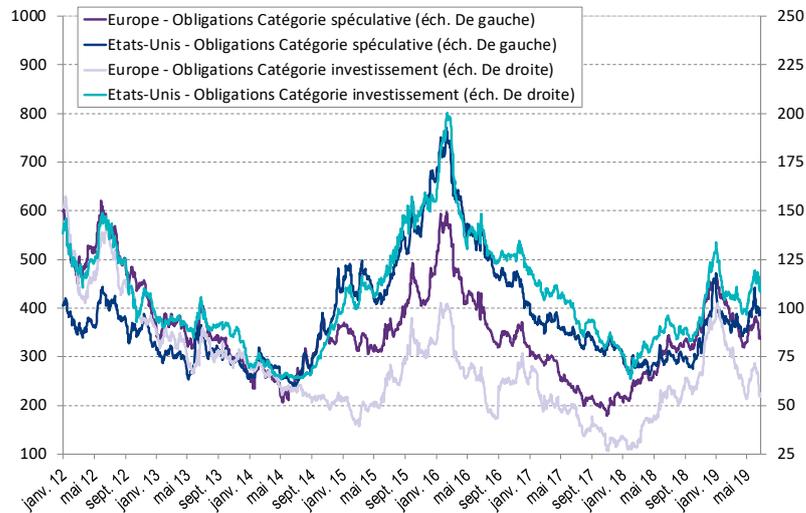
Source: Thomson Reuters Datastream

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

S'agissant de la dette d'entreprise, des mouvements identiques ont également été observés. Toutefois, malgré la détente observée en Europe et aux États-Unis sur les premiers mois de 2019, tant sur la catégorie investissement que sur la catégorie spéculative, les *spreads*¹² se situaient au début de l'été 2019 à des niveaux largement au-dessus de ceux qui prévalaient début 2018, traduisant une relative dégradation des conditions de financement.

¹² Les *spreads corporate* utilisés sont les OAS (*option-adjusted spread*) qui prennent en compte les options attachées à l'obligation et calculent le *spread* par rapport au *swap* de taux libellés en euro pour les *spreads* européens et par rapport au *swap* de taux libellés en dollars pour les *spreads* américains.

Graphique 11 : Spread corporate en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation



Source : Bloomberg

Des indices boursiers dividendes réinvestis (S&P 500 ou CAC 40) à de nouveaux records historiques au premier semestre 2019

Sur les marchés d’actions, la dégradation de l’environnement économique dans un contexte de normalisation monétaire en Europe (arrêt prochain des achats nets d’actifs financiers par la BCE) et aux États-Unis (remontée des taux directeurs), s’est traduite par une brutale correction et de nouveaux pics de volatilité au quatrième trimestre 2018. Durant cette période, le CAC 40 (dividendes réinvestis) a perdu près de 17 % de sa valeur. Début 2019, le changement de ton de la BCE et de la Réserve Fédérale avec la perspective d’un possible assouplissement dans la conduite des politiques monétaires de part et d’autre de l’Atlantique a permis à lui seul le rebond de la plupart des indices boursiers, certains franchissant même à la fin du premier semestre de nouveaux records historiques. En parallèle, la volatilité a diminué pour revenir à des niveaux similaires à ceux qui prévalaient à l’été 2018.

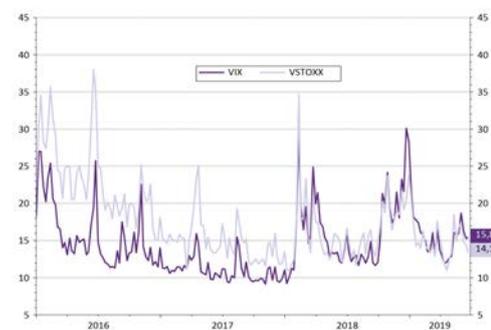
Graphique 12 : Évolution de quelques indices boursiers dividendes réinvestis (en monnaies locales, base 100 le 01/01/2007)



Dernier point : 28/06/2019

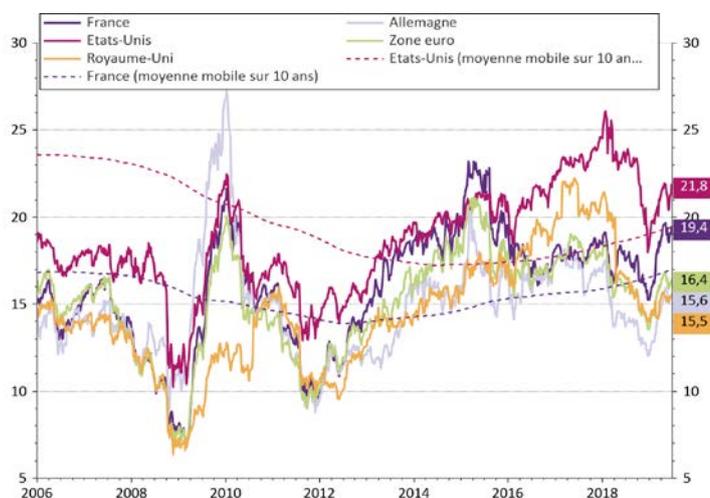
Source : Thomson Reuters Datastream

Graphique 13 : Indices de volatilité implicite (en %)



Le rebond des marchés actions depuis le début de l’année a entraîné une hausse globale des *Price Earning Ratio* (PER) historiques. Les PER aux États-Unis et en France se situent toujours au-dessus de leur moyenne de long terme. Toutefois, les PER américains ont diminué entre juillet 2018 et juillet 2019, ce qui n’est pas le cas des PER français.

Graphique 14 : Price Earning Ratio



Source : Thomson Reuters Datastream

Malgré un environnement dégradé, la distribution de dividendes a battu des records au premier trimestre 2019. Les dividendes mondiaux ont ainsi progressé de 7,8 % entre le premier trimestre 2018 et le premier trimestre 2019 pour atteindre 263,3 milliards de dollars selon Janus Henderson. La croissance des dividendes sous-jacents¹³ s'est élevée à 7,5 % sur la même période. C'est l'Amérique du Nord qui enregistre la croissance des dividendes sous-jacents la plus importante (9,8 %), suivie par le Japon (8,7 %) et de l'Europe hors Royaume-Uni (5,3 %).

1.2. LA DÉTERIORATION DE L'ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER A PESÉ SUR L'ACTIVITÉ PRIMAIRE

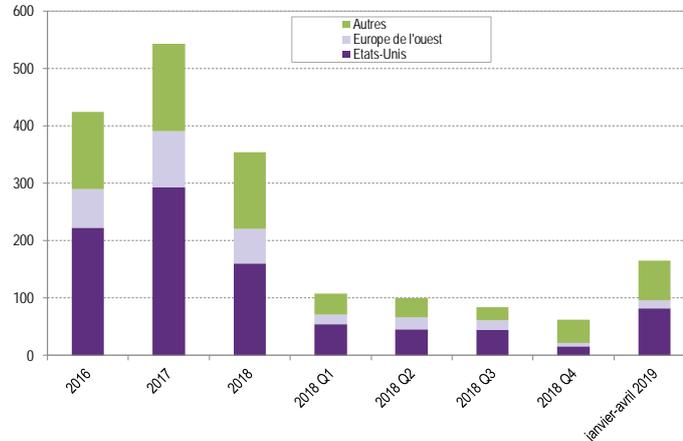
En 2018, la détérioration de l'environnement macro-financier a pesé sur l'activité des marchés primaires d'actions et d'obligations.

1.2.1. Sur les marchés obligataires, le repli des émissions a particulièrement affecté le segment de la dette spéculative

Le ralentissement de la croissance, la dégradation relative des conditions de financement et les épisodes d'instabilité financière observés durant l'année 2018 ont fortement pesé sur l'activité du marché primaire obligataire et ce, dans l'ensemble des zones géographiques. Au niveau mondial, les émissions obligataires privées ont avoisiné 1 800 milliards d'euros en 2018, soit une baisse de 15 % par rapport à l'année précédente. Cette tendance a été particulièrement marquée sur le segment de la dette spéculative, où les émissions brutes ont reculé de 35 %, cette tendance s'atténuant quelque peu durant les premiers mois de 2019, parallèlement à l'amélioration de l'environnement macro-financier.

¹³ Les dividendes sous-jacents sont les dividendes totaux ajustés des dividendes extraordinaires, des effets de change, des dates de paiement et des changements effectués au sein de l'indice.

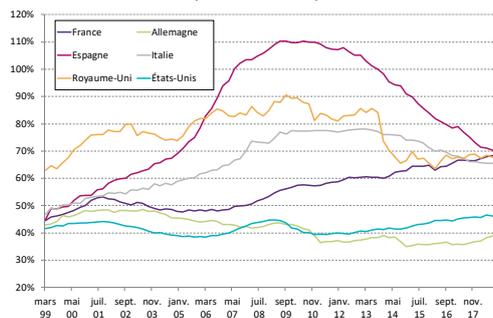
Graphique 15 : Émissions brutes d'obligations spéculatives par les sociétés non financières selon la nationalité de l'émetteur (en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

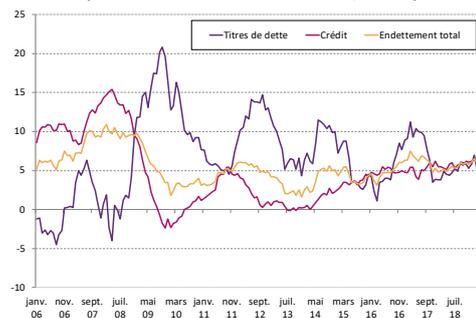
Malgré une baisse marquée des émissions obligataires, l'endettement des entreprises françaises continue de progresser, ce qui distingue la France de la plupart des autres pays développés, et notamment européens (Graphique 16). Hormis la France, seule la dette brute des Sociétés Non Financières (SNF) américaines s'établit à un niveau plus élevé que celui qui était constaté avant la crise des *subprimes*. L'endettement des SNF françaises est à la fois porté par l'endettement bancaire (avec un taux de croissance annuel de 6,6 % en avril 2019) et l'endettement de marché (avec un taux de croissance annuel de 4,2 % en avril 2019 - Graphique 17).

Graphique 16 : Taux d'endettement brut des SNF (en % du PIB)



Source : Banque de France, Federal Reserve, calculs AMF

Graphique 17 : Endettement des SNF en France (taux de croissance annuels, en %)



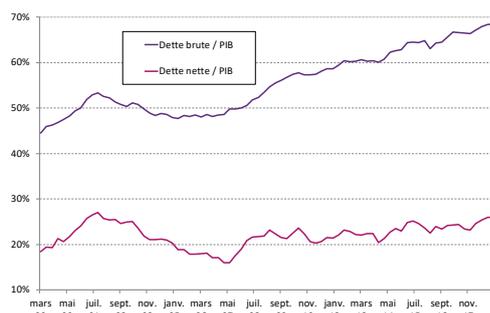
Source : Banque de France

Afin de renforcer la résilience du système financier, le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) a décidé, lors de sa réunion de mars 2019, de relever le taux du coussin contra-cyclique des banques de 0,25 à 0,5 point de pourcentage des actifs pondérés par les risques sur les expositions françaises¹⁴.

¹⁴ Ce relèvement sera effectif à partir du 2 avril 2020.

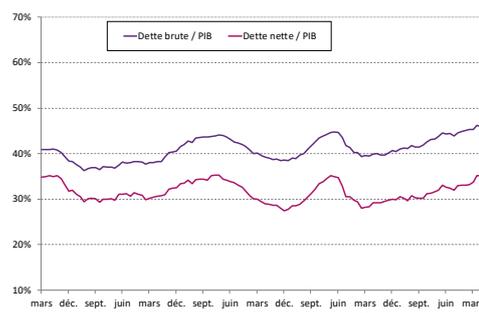
Cette croissance de l'endettement doit cependant être relativisée. La hausse de l'endettement reflète en effet un effort d'investissement et une détention accrue de liquidités¹⁵. La dette nette¹⁶ des SNF françaises rapportée au PIB apparaît en très légère hausse depuis 10 ans : elle s'établissait à 26 % fin décembre 2018 contre 22 % 10 ans plus tôt (Graphique 18). Le même exercice pour la dette des SNF américaines aboutit, en revanche, à un constat plus inquiétant (Graphique 19).

Graphique 18 : Dette brute¹⁷ et dette nette¹⁸ consolidées des SNF françaises
(en % du PIB valeur)



Source : Banque de France, calculs AMF

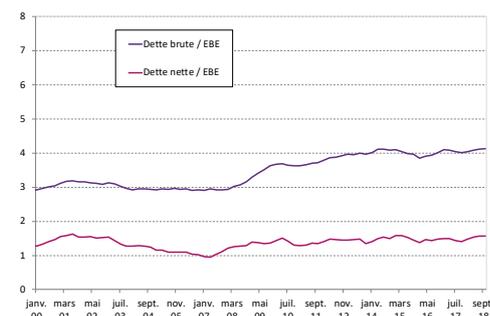
Graphique 19 : Dette brute et dette nette consolidées des SNF américaines
(en % du PIB valeur)



Source : Federal Reserve, calculs AMF

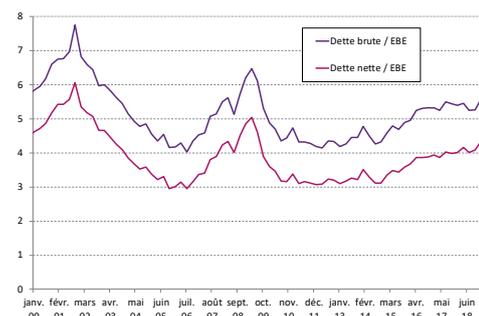
La dette brute et la dette nette des SNF américaines suivent des tendances similaires, le surcroît de dette n'est pas compensé par une détention plus élevée de liquidités. En parallèle, la capacité de remboursement (ratio dette nette sur excédent brut d'exploitation) des SNF françaises est restée stable (Graphique 20), alors que celle des SNF américaines s'est dégradée depuis 2014 (Graphique 21).

Graphique 20 : Capacité de remboursement des SNF françaises
(dette consolidée rapportée à l'excédent brut d'exploitation, en %)



Source : Banque de France, INSEE, calculs AMF

Graphique 21 : Capacité de remboursement des SNF américaines
(dette consolidée rapportée à l'excédent brut d'exploitation, en %)



Source : Federal Reserve, BEA, calculs AMF

¹⁵ Voir notamment M-B Khder et C. Rousset (2017) : « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », INSEE, Note de conjoncture, décembre et HSCF (2017) : « Etat des lieux de l'endettement des agents privés non financiers », sept.

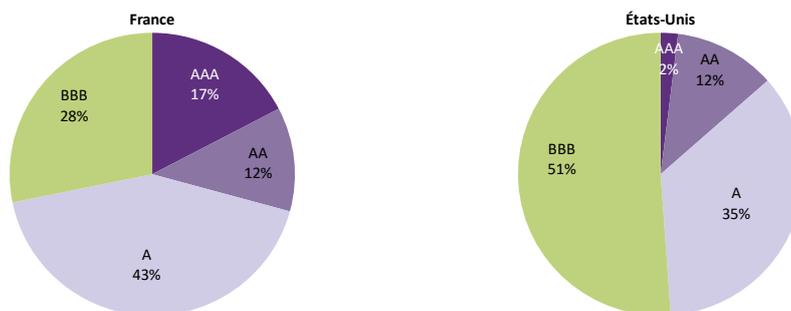
¹⁶ La dette nette est ici calculée comme la dette brute minorée des numéraires, dépôts, titres de créance et parts de fonds à l'actif des SNF. La dette nette est ensuite rapportée au PIB en valeur.

¹⁷ Pour les SNF françaises, la dette brute consolidée est obtenue à partir des données de la Banque de France qui calcule une dette consolidée à la fois des prêts intragroupes résidents et non-résidents. Les données disponibles étant moins granulaires pour les SNF américaines, les prêts enregistrés à l'actif des SNF sont déduits du montant global de dette présent au passif des SNF afin d'obtenir une approximation de la dette consolidée.

¹⁸ La dette nette est obtenue en déduisant les actifs liquides (monnaies et dépôts, titres de créances et parts de fonds présents à l'actif des SNF) de la dette brute.

Au sein de la dette jugée de bonne qualité (catégorie investissement - *Investment Grade*), la part des notations les plus basses est bien plus importante aux États-Unis qu'en France.

Graphique 22 : Décomposition de la dette des entreprises américaines et françaises de catégorie investissement par notation¹⁹
(à fin 2018, en %)



Source : Bloomberg

En cas de ralentissement prolongé de l'activité économique, il est à craindre que certaines entreprises voient leur notation dégradée et celles qui sont en bas de l'échelle de notation de la catégorie investissement passeront alors en catégorie spéculative. Ce mouvement entraînerait alors de nombreuses réallocations, notamment de la part des investisseurs institutionnels, et des conditions de financement fortement détériorées pour ces entreprises.

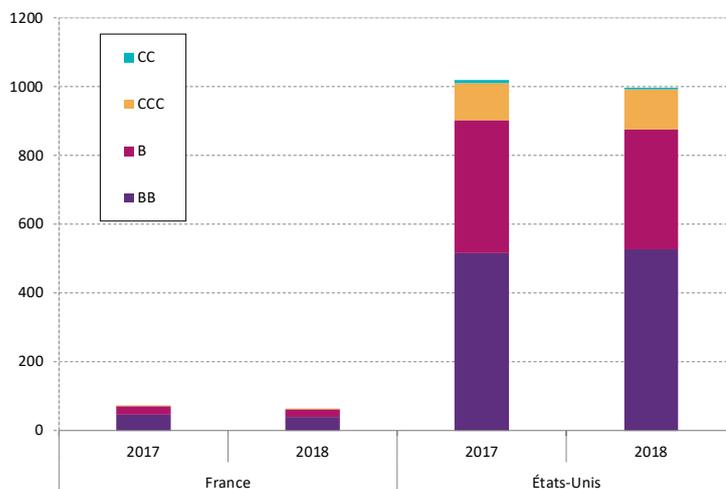
En parallèle, la finance à effet de levier a connu une hausse importante, en particulier aux États-Unis²⁰. En France, les encours de dettes de catégorie spéculative demeurent comparativement faibles (Graphique 23). Concernant les prêts à effet de levier, l'encours mondial s'élèverait à 1 400 milliards de dollars en octobre 2018 selon le Haut Conseil de Stabilité Financière, dont un peu plus de 1 000 milliards de dollars uniquement pour les États-Unis²¹.

¹⁹ La dernière notation de l'agence Standard & Poor's est retenue ici.

²⁰ Pour une analyse des risques liés à la finance à effet de levier, se reporter au chapitre 3.

²¹ Financial Stability Board, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, 04/02/2019.

Graphique 23 : Encours des obligations d'entreprise de catégorie spéculative (High Yield) aux États-Unis et en France par notation (en milliards d'euros)²²



Source : Bloomberg

- L'amélioration de l'information des investisseurs, enjeu majeur pour un développement pérenne de la finance durable

Après un sensible ralentissement en 2018²³, les émissions mondiales d'obligations vertes ont rebondi sur les premiers mois de 2019. Selon Bloomberg, les volumes totaux ont ainsi progressé de 75 % au premier semestre par rapport à la même période de l'année précédente, à plus de 90 milliards d'euros (150 milliards d'euros en données cumulées sur un an)²⁴. A fin juin 2019, l'encours mondial d'obligations vertes était ainsi estimé à 450 milliards d'euros, toujours selon Bloomberg, niveau toutefois insuffisant au regard des efforts d'investissements nécessaires à la transition écologique. La poursuite du développement du marché des obligations vertes s'est conjugué avec celui naissant des *social bonds*²⁵, marché qui reste cependant encore embryonnaire avec 12 milliards d'euros d'émissions en 2018, selon *Climate Bonds Initiative (CBI)*²⁶.

²² La dernière notation de l'agence Standard & Poor's est retenue ici.

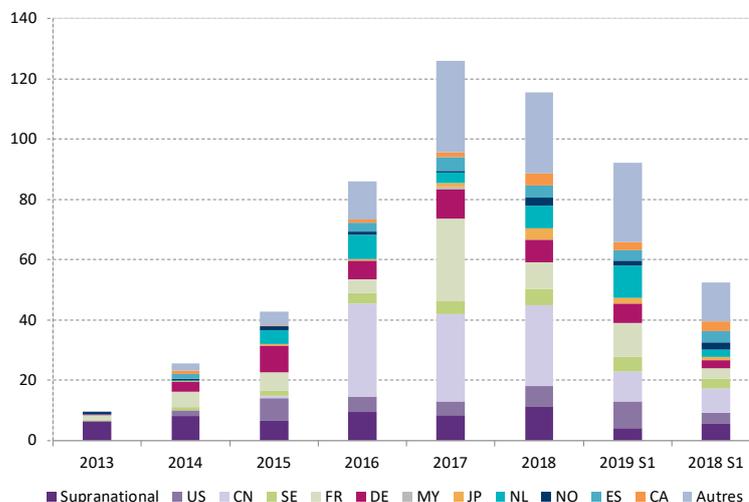
²³ Ce ralentissement, par ailleurs exclusivement imputable à la baisse des émissions souveraines, n'est pas propre au segment des obligations vertes mais a pu être observé pour le marché obligataire dans son ensemble.

²⁴ Le périmètre comprend les obligations pour lesquelles la transparence sur l'utilisation des fonds levés est conforme aux standards internationaux (voir ci-après).

²⁵ Obligations destinées à financer des projets ayant un impact social positif.

²⁶ La taille du marché obligataire mondial est estimée à 84 000 milliards d'euros.

Graphique 24 : Emissions d'obligations vertes
(volumes, en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Une condition nécessaire à un développement pérenne du marché des obligations vertes et sociales réside dans la pertinence et la qualité de l'information diffusée aux investisseurs avant et après l'émission. À cet égard, la priorité reste l'élaboration à l'échelle internationale d'une classification robuste et suffisamment précise des actifs/projets ayant un impact environnemental ou social positif. S'agissant des obligations vertes, cet objectif figure d'ailleurs au cœur du plan d'action de l'Union européenne pour une finance durable²⁷. Mais pour l'heure, la plupart des réglementations et lignes directrices en vigueur²⁸ renvoient aux standards existants élaborés par les acteurs du marché²⁹. La variété de ces standards et, par voie de conséquence, des certifications et labels qui s'y réfèrent, en contribuant à sa fragmentation, constitue un obstacle au développement du marché.

Pour autant, la publication de standards et la labellisation des produits ont toutes deux participé à une amélioration de la qualité de l'information diffusée. Selon CBI (2019)³⁰, la part des obligations vertes ne faisant l'objet d'aucun reporting aurait ainsi sensiblement diminué depuis la publication des *Green Bond Principles* en 2014. Le niveau et la qualité de l'information varient toutefois selon la taille des émissions, la fréquence du recours au marché et le secteur d'activité. Autre élément notable, la propension des émetteurs à diffuser de l'information est d'autant plus forte qu'ils procèdent à une évaluation externe. Ces constats plaident là encore pour l'élaboration de standards internationaux fondés sur des règles homogènes mais proportionnées, permettant aux investisseurs de comparer

²⁷ Outre l'élaboration d'une taxonomie européenne, le plan d'action de la Commission européenne a également pour objectif de créer des labels européens pour les produits financiers verts, de renforcer les obligations de transparence des émetteurs, gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels, qui devront par ailleurs mieux prendre en compte les aspects de durabilité dans leur processus d'investissements (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>).

²⁸ La Banque centrale chinoise a ainsi élaboré en 2015 une première taxonomie relative aux obligations vertes et travaille depuis 2017 avec la Banque européenne d'investissement à une mise en équivalence des définitions relatives à la finance verte des marchés chinois et européen.

²⁹ S'agissant des obligations vertes, on citera notamment les *Green bonds principles* ou les *climate bonds standards*, construits sous l'égide respective de l'*International Market Association* (ICMA) et de *Climate Bonds Initiative* (CBI). Il convient de noter que la croissance des émissions de *social bonds* s'est récemment accompagnée de l'émergence de standards de classification qui ne se limitent pas à la dimension environnementale des projets à financer mais qui intègrent en sus d'autres critères ESG.

³⁰ « *Post-issuance reporting in the green bond market* », CBI, Mars 2019.

plus aisément les produits et procéder ainsi de manière éclairée à leurs décisions d'investissement, sans renchérir de manière excessive le coût des émissions au risque de compromettre le développement du marché.

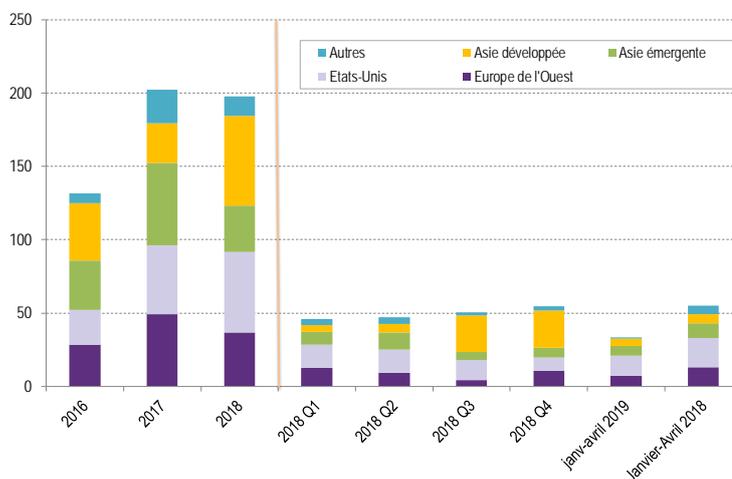
1.2.2. Les marchés primaires d'actions ont pâti de la détérioration de l'environnement macro-financier

➤ Les introductions en bourse se sont raréfiées en Europe à partir de l'été 2018

En dépit d'un environnement moins favorable, les introductions en bourse sont restées dynamiques sur la majeure partie de l'année 2018 dans la plupart des zones géographiques, avant de s'infléchir sur les premiers mois de 2019, malgré la baisse de la volatilité boursière. Après avoir avoisiné 200 milliards d'euros en 2018, les montants levés entre janvier et avril 2019 n'ont pas dépassé 35 milliards d'euros, soit une baisse de près de 40 % par rapport à la même période de l'année précédente.

Ce constat global masque toutefois de fortes disparités géographiques. De fait, bénéficiant d'une conjoncture plus favorable, l'activité est restée soutenue aux États-Unis. À l'inverse, le ralentissement conjoncturel et les facteurs d'incertitudes ont pesé sur les opérations en Europe. Après avoir reculé de 20 % en 2018 à 36 milliards d'euros, les montants levés ont diminué de moitié sur les quatre premiers mois de 2019 par rapport à la même période de l'année précédente, pour atteindre un niveau d'émission comparable à celui qui était observé après l'éclatement de la crise des *subprimes* dix ans auparavant.

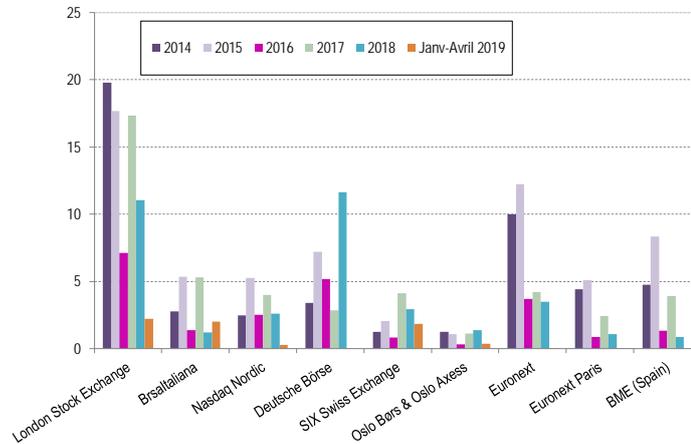
Graphique 25 : Levées de capitaux lors des opérations d'introductions en bourse
(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

L'atonie du marché a été particulièrement marquée à Paris. Si le nombre d'introductions en bourse est resté relativement stable en 2018, le montant des capitaux levés a diminué de moitié et les opérations se sont raréfiées sur les premiers mois de 2019. À l'inverse, d'autres places financières ont été relativement épargnées par ce mouvement, à l'image de Londres et de Francfort, où se sont concentrés les deux tiers des montants levés en 2018. En Allemagne, plusieurs opérations de grande taille ont été enregistrées, les introductions de Siemens Healthineers et de Knorr-Bremse totalisant à elles-seules 8 milliards d'euros de capitaux levés, soit le quart des émissions de l'Union européenne.

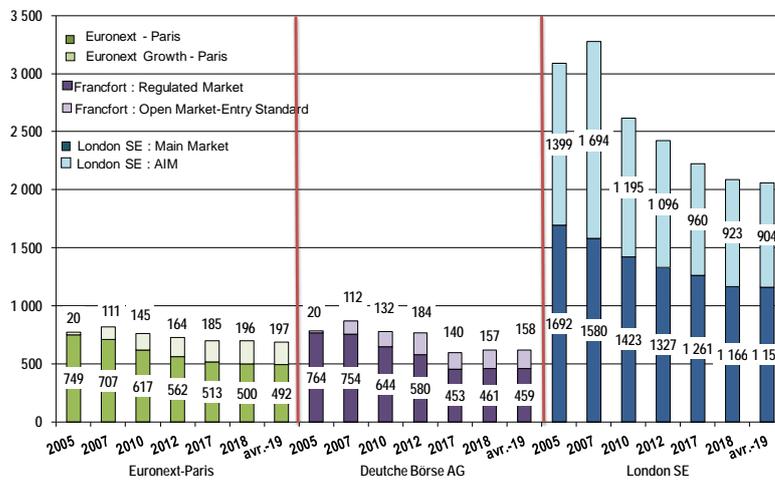
**Graphique 26 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe
par place de cotation
(en milliards d'euros)**



Source : Bloomberg

Le rebond des introductions en Allemagne a permis de freiner mais non d'enrayer véritablement le mouvement de baisse régulière du nombre de sociétés cotées observé depuis une douzaine d'année sur les principales places européennes.

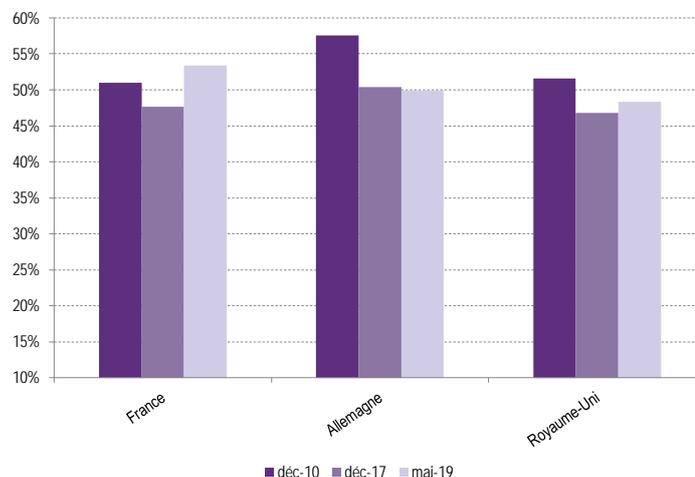
**Graphique 27 : Évolution du nombre de sociétés cotées
(données fin d'année)**



Sources : Euronext, DBAG, LSE

En France comme au Royaume-Uni, ce mouvement s'est traduit par une augmentation de la concentration de la cote autour des plus grandes valeurs. Dans le cas de la France, le poids des plus grandes capitalisations en mai 2019 était même supérieur à celui enregistré au début de la décennie (Graphique 28).

Graphique 28 : Concentration des marchés boursiers : poids des 15 plus grandes capitalisations
(données fin de mois)



Sources : Bloomberg, calculs AMF

➤ Les sociétés déjà cotées ont limité leur recours aux marchés en 2018

Les sociétés déjà cotées ont pour leur part également limité leurs appels aux marchés d'actions en 2018. Au niveau mondial, les émissions brutes de titres de capital ont diminué de plus de 25 %, la baisse étant particulièrement marquée en Asie et, surtout, en Europe. Le retour au calme sur les marchés a permis un raffermissement de l'activité sur les premiers mois de 2019, et ce, dans l'ensemble des zones géographiques.

➤ Rebond des rachats d'actions aux Etats-Unis

La réforme fiscale a contribué au dynamisme des rachats d'actions aux États-Unis qui ont atteint un niveau record en 2018. Ils ont ainsi dépassé 800 milliards de dollars pour l'indice S&P 500, soit une hausse de près de 60 % par rapport à l'année 2017. En conséquence, les émissions nettes d'actions aux États-Unis ont atteint un niveau historiquement faible. En France, les rachats d'actions ont avoisiné 21 milliards d'euros pour les sociétés du CAC 40, contre 17 milliards en 2017³¹. Contrairement à l'année précédente, le solde net des émissions d'actions est ainsi apparu négatif en France en 2018.

L'atonie de l'activité sur les marchés primaires d'actions contraste singulièrement avec le dynamisme observé sur le segment du *private equity*, où les montants investis ont retrouvé leurs niveaux d'avant la crise financière. Fait notable, les montants de capitaux levés et de réserves disponibles (*dry powder*) ont atteint un niveau historiquement élevé, ce dernier étant estimé à près plus de 2 000 milliards de dollars au niveau mondial fin 2018, dont près de 700 milliards pour le seul segment des LBO³².

³¹ Source AMF.

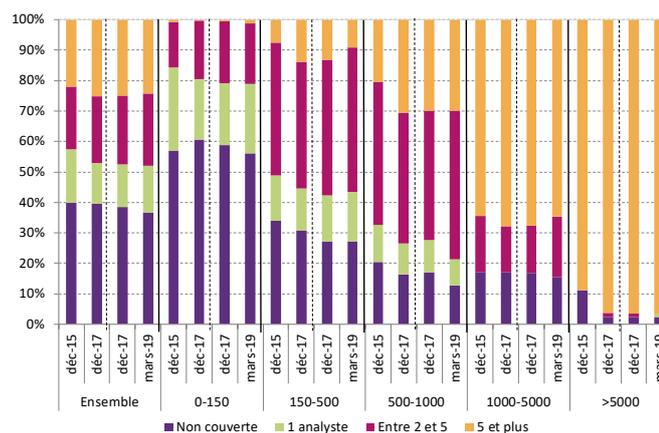
³² Source : Bain & Company (*Global Private Equity Report 2019*)

- Les nouvelles règles imposées par MIF2 sur le financement de la recherche ne semblent pas s'être traduites pour l'heure par une diminution de la couverture des entreprises cotées.

Depuis début 2018, la réglementation MIF2 impose aux intermédiaires financiers une prise en charge des frais de recherche sur leurs propres ressources ou une facturation de la recherche indépendante de celle qui est engendrée par des activités de transaction. La mise en œuvre de cette mesure a fait naître la crainte qu'une réduction des budgets de recherche ne se traduise par une diminution du nombre de valeurs suivies, en particulier les PME.

Sur ce point, s'agissant des sociétés domiciliées dans l'Union européenne et cotées à Paris (sur Euronext et Euronext Growth), il semble que la proportion des valeurs couvertes par au moins un analyste ait au contraire sensiblement augmenté depuis l'entrée en vigueur de MIF2 (Graphique 29)³³. Ce résultat, possiblement lié au développement de la recherche sponsorisée par l'entreprise elle-même, s'observe par ailleurs pour la plupart des catégories de capitalisation. Un point d'attention concerne toutefois les entreprises dont la capitalisation est comprise entre 150 et 500 millions d'euros, pour lesquelles une légère dégradation de l'intensité de la couverture a pu être observée : pour cette catégorie en effet, si la proportion des entreprises les moins suivies (valeurs non couvertes ou couvertes par un seul analyste) est en légère diminution, le poids des valeurs les plus suivies (sociétés suivies par au moins 5 analystes) a lui aussi baissé. À l'inverse, on observe une augmentation du nombre relatif de grandes ETI (sociétés dont la capitalisation est comprise entre 500 millions et 1 milliard d'euros) suivies par au moins deux analystes (67 % des sociétés en mars 2019, contre 65 % fin 2017). Cette première analyse devra cependant être poursuivie et affinée, afin d'appréhender l'impact global et à plus long terme des changements réglementaires sur l'écosystème de la recherche et les sociétés cotées.

Graphique 29 : Couverture des sociétés européennes cotées à Paris selon le nombre d'analystes en fonction de la taille³⁴
(en % du nombre de sociétés)



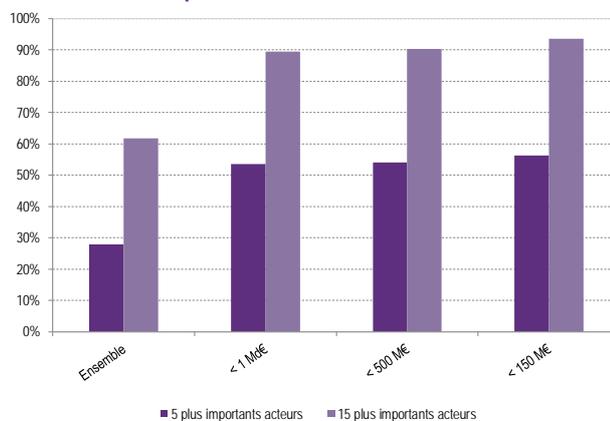
Source : Bloomberg, calculs AMF

³³ Une valeur est ici considérée comme suivie par un analyste si elle a fait l'objet d'une recommandation dans les 12 mois qui précèdent.

³⁴ Afin de limiter les biais statistiques, deux échantillons cylindrés ont été constitués pour réaliser ce graphique : l'un comportant les sociétés présentes entre décembre 2015 et décembre 2017 et le second regroupant les sociétés présentes entre décembre 2017 et mars 2019. Par ailleurs, la capitalisation retenue pour les deux échantillons est celle de décembre 2017.

Le nombre de bureaux d'analyse actifs sur les valeurs européennes cotées à Paris a également augmenté de 142 fin 2017 à 148 au printemps 2019³⁵. Depuis fin 2017, la couverture apparaît cependant légèrement plus concentrée. Ainsi, la part de marché cumulée des 15 premiers fournisseurs de recherche était-elle de l'ordre de 62 % en mars 2019, contre 59 % fin 2017. Ce niveau de concentration est par ailleurs beaucoup plus élevé pour les valeurs moyennes, ce qui constitue un facteur de vulnérabilité : les 5 premiers bureaux d'analyse représentaient ainsi un peu plus du quart du marché en mars 2018 (28 %), contre plus de la moitié pour les entreprises dont la capitalisation est inférieure à 500 millions d'euros (56 % pour les entreprises dont la capitalisation est inférieure à 150 millions d'euros).

Graphique 30 : Parts de marché des bureaux de recherche (%) en fonction de la capitalisation boursière des sociétés



Source : Bloomberg, calculs AMF

Le nombre de recommandations produites par les analystes s'est quant à lui légèrement infléchi depuis fin 2017 (-4 %). Cette évolution reflète en grande partie le transfert des analystes de Natixis vers Oddo BHF, transfert qui n'a pas bénéficié aux entreprises européennes cotées à Paris.

³⁵ 9 bureaux d'analyse ont cessé de couvrir les entreprises européennes cotées à Paris entre fin 2017 et mars 2019. Leur part de marché cumulée à fin 2017 n'était pas significative (de l'ordre de 0,5 %).

CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION

L'entrée en vigueur de MIF 2 a entraîné d'importantes mutations pour les marchés actions en 2018 avec le développement significatif de l'activité des internalisateurs systématiques. Si ces mutations ne sont pas forcément porteuses de risques en elles-mêmes, elles témoignent de la difficulté à atteindre les objectifs initiaux de MIF2 : le rapatriement des volumes négociés de gré à gré vers des plates-formes transparentes. Parallèlement, la concentration croissante des volumes observés au *fixing* de clôture sur le marché réglementé français traduit pour sa part le déport de l'activité intra-journalière des marchés réglementés vers les autres lieux de négociations. Elle est par ailleurs source de risques : dégradation de la qualité du processus de formation des prix, hausse de la volatilité intra-journalière ou multiplication d'épisodes de type *flash-crash*.

Sur les marchés obligataires, les conditions de liquidité semblent poursuivre leur lente dégradation observée depuis début 2015 sur le segment *corporate* sans que cette dernière ne s'aggrave sensiblement en 2018.

Les vulnérabilités associées aux marchés de dérivés OTC continuent de diminuer avec la fin du déploiement des mesures prises post-crise. De nouveaux risques sont toutefois identifiés :

- (i) dans la mise en œuvre de la réglementation avec des difficultés anticipées concernant les marges initiales pour les contreparties les plus faiblement exposées ;
- (ii) concernant la supervision des chambres de compensation qui peine à faire émerger une réelle supervision européenne et pourrait risquer de créer une distorsion de concurrence et des arbitrages en faveur des juridictions les moins-disantes avec des conséquences significatives pour la stabilité financière.

La mise en œuvre du règlement européen *Benchmark* progresse avec la résolution de l'incertitude méthodologique sur les indices critiques, grâce à la spécification de taux sans risque alternatifs. Les vulnérabilités portent alors plutôt sur la phase opérationnelle de transition qui s'ouvre pour l'utilisation effective des nouvelles références, et qui crée notamment des risques juridiques pour les marchés les moins standardisés, comme ceux de prêt au comptant et de crédit syndiqué.

Enfin les risques et les incertitudes liés au *Brexit* demeurent plus que jamais, même si les acteurs se sont préparés. En effet, les reports successifs et les incertitudes qui pèsent désormais sur la mise en œuvre effective du *Brexit* sont à l'origine d'un certain attentisme. Ainsi, de nombreux points d'incertitudes, porteurs de risques, demeurent : la supervision future des acteurs qui ont été amenés à relocaliser leurs activités dans différentes juridictions, les difficultés de mise en œuvre pratique de l'obligation de négociation sur plates-formes ou encore la nécessité d'adopter dans des délais plus courts un régime de résolution européen des chambres de compensation.

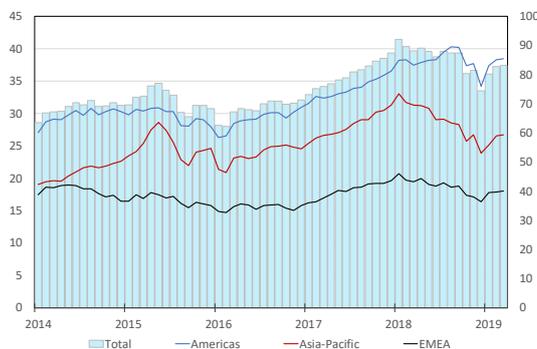
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS

2.1.1. Des capitalisations boursières en retrait, et volumes de négociation croissants en 2018

La capitalisation mondiale des marchés d'actions a enregistré une baisse de 14,9 % à 74 525 milliards de dollars en 2018 (Graphique 31). Cette baisse a surtout été concentrée sur le dernier trimestre (-13,6 % en glissement trimestriel). Elle a affecté, selon les statistiques de la *World Federation of Exchanges*, moins fortement les marchés américains (-6,3% à 34 206 milliards de dollars) que le reste du monde. La capitalisation des marchés asiatiques ayant décliné de 17,6 % à 23 895 milliards de dollars, la primauté à cet égard des marchés américains, menacée depuis 2015, est donc réaffirmée. La capitalisation des marchés européens³⁶ s'est, pour sa part, inscrite en retrait de 16,5 % à 16 366 milliards de dollars³⁷.

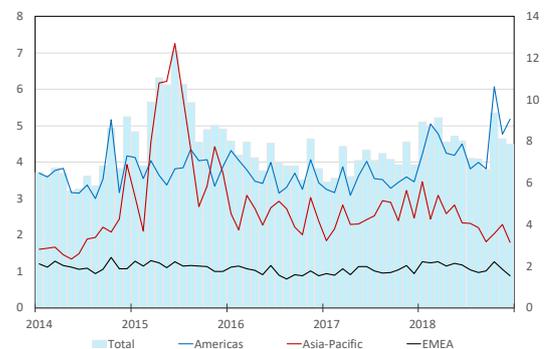
À l'échelle mondiale, les volumes de transactions réalisés en 2018 dans les carnets d'ordres³⁸ (Graphique 32) se sont inscrits en forte croissance (+15,4 %) par rapport à 2017. Cette croissance est surtout venue des marchés américains (+30,4 %), mais aussi de la région Europe-Moyen Orient-Afrique (+11,1 %), les marchés d'Asie-Pacifique ayant, pour leur part, enregistré une baisse de 3,6 % sur la période. Si les volumes de négociation ont, aux États-Unis, clairement bénéficié de la période de volatilité des marchés du dernier trimestre de 2018, tel n'a pas été le cas en Asie, où la volatilité était pourtant forte.

Graphique 31 : Capitalisations boursières
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE , AMF

Graphique 32 : Volume de transactions sur actions
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE , AMF

Sur les marchés d'actions d'Euronext³⁹, la capitalisation boursière s'est inscrite en baisse de 11,4 % à 3 333 milliards d'euros, en ligne avec la performance des indices de marché (-11,6 % pour l'Euronext 100, -11,0 % pour le CAC 40). L'opérateur de marché a cependant enregistré une croissance annuelle de +13,4 % des volumes de transaction sur actions négociés sur ses carnets d'ordres électroniques. Ce regain d'activité s'est donc traduit par une hausse de 10,9 % à 210,9 millions des revenus qu'il a tirés des activités de négociation au comptant supérieurs à ceux tirés des introductions en bourse (en hausse annuelle de 26,4 % à 106,5 millions d'euros suite à l'intégration de la Bourse de Dublin), les revenus

³⁶ 82 % de l'agrégat Europe-Moyen-Orient-Afrique (EMEA) provient des marchés européens.

³⁷ NB : l'appréciation de +4,7 % de l'euro contre dollar US accentue la baisse de capitalisation européenne (en dollars). La baisse de la capitalisation d'Euronext a ainsi été de 11,1 % en euros selon cette même source.

³⁸ Volumes de transactions résultant de l'appariement d'ordres dans les carnets d'ordres électroniques des bourses.

³⁹ Couvrant les places d'Amsterdam, Bruxelles, Dublin, Lisbonne et Paris.

des négociations d'actions représentent 34,3 % d'un chiffre d'affaires⁴⁰ de 615,0 millions d'euros, en hausse annuelle de 15,5 %. Ils influent fortement, du fait de leur variabilité relative, sur l'évolution des revenus unitaires des marchés d'actions au comptant.

La concurrence sur les services de négociation d'actions traditionnels et la variabilité des revenus des transactions induisent, pour Euronext comme pour d'autres opérateurs boursiers, une recherche de consolidation et de diversification. La recherche de diversification s'exprime notamment par le développement d'activités de négociation dans de nouvelles classes d'actifs (cf. rachat en 2017 par Euronext de l'ECN FastMatch sur les marchés de change et de *commodities* et intérêt d'Euronext pour les marchés à terme d'Oslo Børs), de post-marché (cf. offre⁴¹ d'Euronext d'août 2018 sur Markitserv, prestataire de services de confirmation des opérations sur dérivés de gré-à-gré) et de fourniture de services technologiques (achat en janvier 2018 de la société InsiderLog de services automatisés de gestion de listes d'initiés), ou encore de données et d'indices^{42,43}. Par ailleurs, les économies d'échelle susceptibles d'être réalisées sur les services de négociation justifient la poursuite du processus de consolidation boursière engagé à l'échelle internationale depuis deux décennies. L'acquisition en 2019, face à une offre concurrente de Nasdaq OMX, de la Bourse d'Oslo par Euronext, après celle de la Bourse d'Irlande finalisée en mars 2018, répond à ces deux logiques de consolidation et de diversification.

2.1.2. Une structure des marchés qui poursuit sa mutation depuis l'entrée en vigueur de MIF2

*Des volumes sur IS
en hausse et des
volumes sur plates-
formes lit en baisse*

L'entrée en vigueur de MIF2 et plus particulièrement de l'obligation de négociation sur plates-formes ou par l'intermédiaire d'un internalisateur systématique (IS)⁴⁴ – statut quasi inutilisé jusqu'alors – a entraîné une modification significative de la structure des marchés actions avec une forte augmentation de la part de marché des IS qui est passée de moins de 1 % en 2017 à 15,8 % en mars 2019, ramenant la part de marché de l'OTC à 39 % (contre 48 % en 2017)⁴⁵ et celle des plates-formes de 51 % à 45 % sur la même période. On constate par ailleurs que, parmi ces plates-formes, c'est la part de marché des volumes exécutés sur des plates-formes transparentes qui diminue le plus (de 47 % à 43 %). Les *periodic auctions* se sont quant à elles développées après l'entrée en vigueur de MIF2 et leur protocole de négociation offre en théorie une transparence pré-transaction. Mais dans les faits, cette transparence se situe en deçà de celle des plates-formes *lit* ce qui souligne les risques de la croissance des *periodic auctions*. Leur part de marché a augmenté : elle passe de 0,24 % des volumes totaux en janvier 2018 à 0,85 % en mars 2019 (soit 2 % des volumes échangés sur plates-formes).

⁴⁰ En y ajoutant 65,6 milliards de revenus des négociations des marchés de dérivés et de change, les revenus des négociations représentent 45,0 % du chiffre d'affaires.

⁴¹ Cette offre n'a pas abouti faute d'accord sur le prix entre la maison mère IHS et les acquéreurs potentiels.

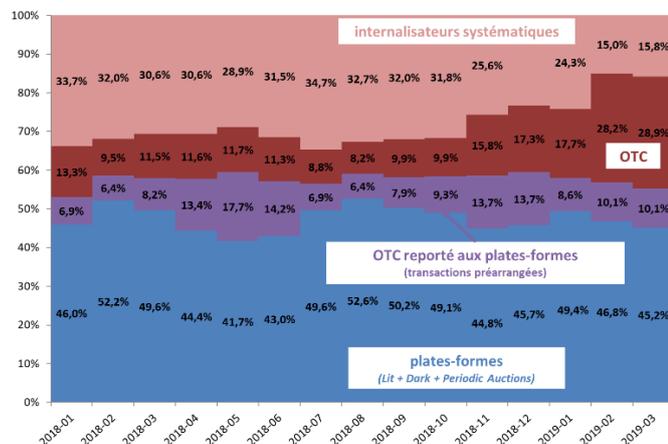
⁴² Les revenus d'Advanced Data Services (jusqu'alors 'Market Data & Indices') d'Euronext ont crû de 13,0% en 2018 à 118,3 millions d'euros (19,2 % du chiffre d'affaires). Les résultats annuels 2018 publiés le 15/02/19 indiquent : "Euronext has strong ambitions for the growth of its broad data management and index segment which has become central to the exchange industry both from an economic and regulatory standpoint".

⁴³ Aux Etats-Unis, la rémunération des fournisseurs de données boursières, notamment consolidées (*consolidated tape*), a fait débat et l'objet d'une [décision de la SEC](#).

⁴⁴ MIF2 définit comme internalisateur systématique (IS) les entreprises d'investissement qui de façon organisée, fréquente et systématique, exécutent des ordres de leurs clients en se portant contrepartie en compte propre.

⁴⁵ Total des volumes réalisés de gré à gré et des transactions pré-arrangées (ou *transactions off book on venue* ou *negotiated trades*) i.e. déclarées aux plates-formes et réputées être exécutées sur plates-formes en dépit de leur négociation bilatérale.

Graphique 33 : Évolution de la structure des marchés actions français
(Part de marché en montants échangés)



Source: Refinitiv (ex Thomson-Reuters)

On notera que si la part de marché des IS a longtemps oscillé entre 30 et 35 % depuis janvier 2018, cette part ne cesse de se réduire, depuis novembre 2018, sous l'effet probable d'une meilleure compréhension de l'obligation de négociation sur plates-formes ou IS. MIF2 prévoit, en effet, de nombreuses dérogations à cette obligation, notamment pour les transactions entre contreparties éligibles et/ou professionnelles qui ne participent pas à la formation des prix. Une incompréhension de ces dérogations au début de l'entrée en vigueur de MIF2 a entraîné une déclaration de nombreuses transactions comme réalisées sur un IS alors qu'elles auraient dû être déclarées comme réalisées de gré à gré.

Un grand nombre de transactions sur IS ne participent pas à la formation des prix

L'ambition initiale de MIF2 visait à favoriser l'émergence des IS, en plus des plates-formes de négociation, car, en se portant contrepartie en compte propre, « l'activité des IS est caractérisée par des transactions en risque qui impactent le profit de l'entreprise d'investissement et (...) qui constituent une précieuse source de liquidité pour les participants de marché »⁴⁶. Ainsi, dans sa définition de l'IS, la directive prévoit que « les limites de ce qui constitue une négociation de gré à gré fréquente, systématique et substantielle (...) doivent être fixées à un niveau approprié pour garantir qu'une activité de négociation de gré à gré d'une taille telle qu'elle a un effet important sur la formation des prix est couverte tout en excluant les activités de négociation de gré à gré d'une taille tellement petite qu'il serait disproportionné d'imposer l'obligation de respecter les exigences applicables aux internalisateurs systématiques »⁴⁷.

L'analyse des données montre toutefois qu'en matière de contribution au processus de formation des prix, le bilan s'avère mitigé. Les volumes déclarés comme participant à la formation des prix (*price forming*) sur les IS ne **s'élèvent, en effet, au final qu'à 10 % des volumes totaux échangés sur les marchés actions**. De plus, des doutes subsistent même sur la réelle contribution de ces transactions au processus des prix et déclarées comme telles :

- 30 % de ces transactions sont exécutées après le *fixing* de clôture ;

⁴⁶ Q&A ESMA 26, *market Structure* du 28/3/2018.

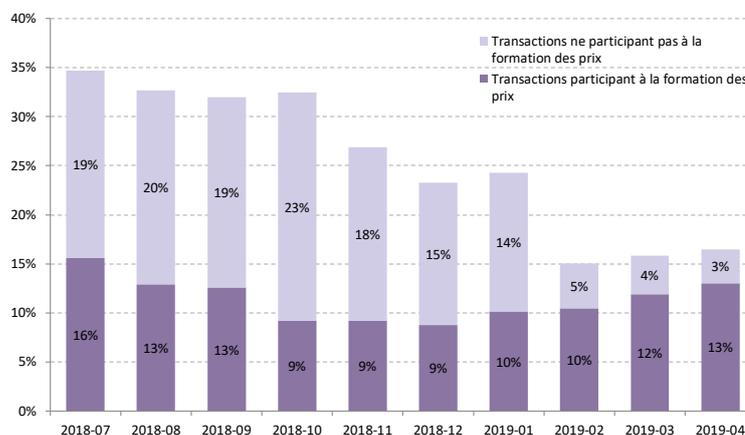
⁴⁷ Recital 18 RÈGLEMENT DÉLÉGUÉ (UE) 2017/565 DE LA COMMISSION du 25 avril 2016.

- une part très importante de l'activité porte sur des transactions de blocs pour lesquelles l'activité de l'IS s'apparente vraisemblablement plus à de l'intermédiation pure qu'à une prise de risque réelle (cf. supra).

Le développement marqué et rapide de la part de marché des internalisateurs systématiques consécutivement à l'instauration de l'obligation de négociation sur plates-formes ou IS interroge sur le fonctionnement des marchés : a-t-on réellement une amélioration du mécanisme de formation des prix lorsque les volumes échangés passent de l'OTC pur vers les internalisateurs systématiques ?

Cette question est d'autant plus importante que la seconde mesure à être entrée en vigueur et visant elle aussi à améliorer la transparence des marchés et le processus de découverte des prix par le biais de la limitation de l'activité sur plates-formes *dark* ne semble pas non plus favoriser les marchés *lit*.

Graphique 34 : Part de marché des IS dans les volumes totaux par type de transaction



Source : Refinitiv (ex Thomson-Reuters)

Leur apport reste limité en termes de transparence pré-transactionnelle

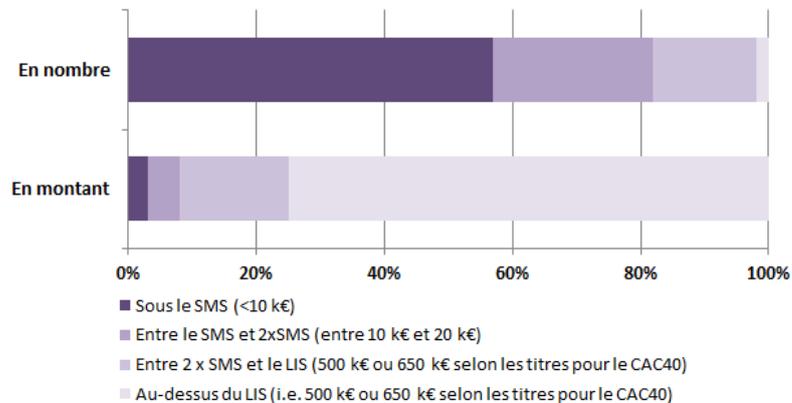
Le constat est également mitigé sur la contribution des IS à la transparence du marché. MIF2 visait, en effet, à accroître la transparence en imposant aux IS, qui bénéficient de la nouvelle obligation de négociation, des obligations de transparence pré-transactionnelle⁴⁸.

Ainsi, les IS ont l'obligation de coter en continu un prix à l'achat et à la vente sur toutes les actions liquides⁴⁹. Les textes fixent également la taille minimale offerte par les IS à 10 % de la taille standard des transactions transparentes (*Standard Market Size*, ou SMS), soit, compte tenu d'une SMS fixée, après arrondi, à 10 000 euros pour toutes les actions françaises, une taille minimum de 1 000 euros.

⁴⁸ Sous certaines conditions de taille.

⁴⁹ Les actions liquides sous compétence française sont actuellement au nombre de 143 (dont les titres du SBF 120).

Graphique 35 : Répartition des transactions des IS selon leur taille



Source : Reportings réglementaires

Il apparaît que si 82 % des transactions *price forming*⁵⁰ en nombre présentent une taille inférieure à 20 K€, **ces transactions représentent en revanche moins de 8 % des montants cumulés traités sur les IS**. Les transactions *price forming* des IS étant par ailleurs estimées à 10 % des volumes totaux du marché, **la part « transparente » s'élève donc seulement à 0,8 % du montant total du marché. Le bénéfice de la transparence pré-trade des IS apparaît donc très limité.**

Le graphe ci-dessus montre en revanche combien les volumes effectués sur les IS dépendent des transactions de blocs (au-dessus de la taille du seuil *Large In Scale*, ou LIS) et beaucoup moins des transactions de petite taille bien que plus fréquentes. Ces transactions de blocs apparaissent donc essentielles dans l'activité des IS.

Une confirmation de l'effet vertueux du nouveau régime de pas de cotation y compris en période de stress de marché

Une première analyse de l'impact du nouveau régime de pas de cotation dans le mois suivant son entrée en vigueur avait permis de mettre en lumière ses effets bénéfiques sur la qualité du marché. Afin de s'assurer que les améliorations constatées n'étaient pas transitoires et persistaient, y compris en période de stress, une analyse complémentaire a été menée sur une période plus longue de 10 mois, d'août 2017 à mai 2018, soit 5 mois avant et 5 mois après l'entrée en application du nouveau régime⁵¹. Cette extension permet notamment de considérer différents régimes de volatilité.

On note tout d'abord que l'impact bénéfique sur la profondeur disponible aux meilleures limites se confirme, la dégradation de cet indicateur suite à un stress de marché significatif, tel que celui qui a été observé en février 2018⁵², s'expliquant davantage par la volatilité que par la mise en œuvre du nouveau régime.

L'étude confirme, d'autre part, une amélioration des indicateurs de micro-structure. La réduction du nombre de messages montre une meilleure stabilité du carnet d'ordres (fréquence de changement des meilleurs prix, durée de vie des ordres, ratio ordres/transaction) et, par conséquent, une lisibilité accrue du processus de formation du prix. Enfin, pour les PME, la mise en place d'un pas de cotation adapté, alors qu'il était constant et égal à 0,01 euro, a permis de dynamiser l'activité sur les titres et d'accroître significativement les volumes échangés (de l'ordre de 20 % entre les deux périodes).

⁵⁰ Seules les transactions *price forming*, qui présentent un intérêt pour les participants de marché, ont été retenues dans cette partie de l'analyse.

⁵¹ Voir « MIF2 : Impact du nouveau régime de pas de cotation après plusieurs mois de recul », AMF, février 2019.

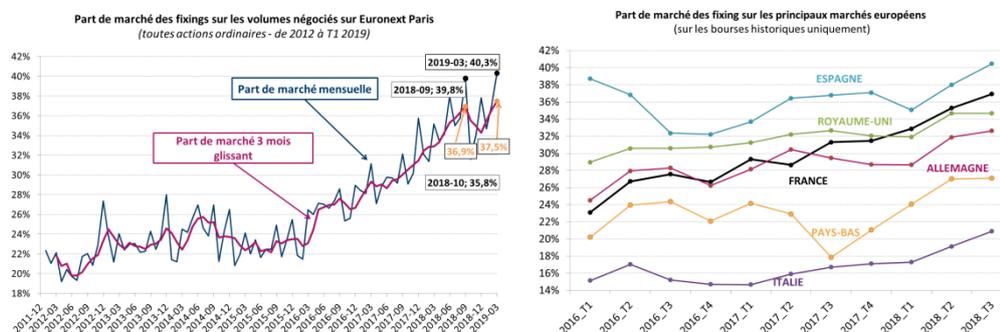
⁵² Pour une analyse détaillée de l'épisode de volatilité observé le 6 février 2018, se reporter à l'étude « Épisode de volatilité début février 2018 : l'impact des produits sur VIX », AMF, avril 2018.

2.1.3. Une augmentation significative de la part des transactions exécutées au fixing de clôture

La tendance à la hausse marquée des volumes exécutés au *fixing* de clôture, déjà constatée l'année passée, s'est accentuée en 2018 et début 2019. La part du *fixing* de clôture dans les volumes négociés pour les valeurs du CAC40 sur Euronext Paris s'élève, en effet, désormais à 37,5 % au T1 2019, dont 40,3 % pour le seul mois de mars 2019.

La concentration croissante des volumes négociés sur actions en fin de journée est un phénomène qui s'observe également sur l'ensemble des principaux marchés actions européens (cf. Graphique 36)⁵³ et dans une moindre mesure sur les marchés américains⁵⁴.

Graphique 36 : Évolution de la part de marchés de volumes échangés au fixing en France et sur les principaux marchés européens
(Part de marché en montants échangés)



Source : Refinitiv (ex Thomson-Reuters)

Cette tendance pourrait trouver son origine dans :

- L'essor de la gestion passive, en France mais aussi dans le monde, dont le mécanisme de création/destruction de parts se fait généralement à la valeur liquidative en fin de journée et augmente donc les volumes au *fixing* sur le panier sous-jacent dans le cadre de leurs opérations de couverture.
- L'entrée en vigueur de MIF2 qui renforce pour les gérants les obligations de meilleure exécution ainsi que celles de *reporting* relatives aux coûts et à l'impact de marché de leurs transactions (*Trade and cost analysis*) visant à permettre aux clients d'apprécier la qualité d'exécution. Le passage de leurs ordres au *fixing* leur permettant, de fait, d'alléger le coût de ces contraintes.
- Dans une moindre mesure, l'effet amplificateur des algorithmes d'exécution qui adaptent leurs volumes en fonction du marché : la hausse de la liquidité au *fixing*, tirée par les deux facteurs précédents, attirant encore plus de volumes via ces algorithmes (la liquidité attirant la liquidité).

La part croissante des volumes négociés au fixing est une source de risques qui pourraient avoir des effets significatifs sur le bon fonctionnement des marchés.

L'analyse de l'ensemble des volumes échangés montre que la hausse de la part du *fixing* de clôture se fait au détriment des volumes échangés sur l'ensemble de la journée en continu : les volumes échangés hors *fixing* affichent, en effet, une baisse de 20 % entre le T1-2016 et le T3-2018 en passant de 75 % à 60 % des volumes négociés⁵⁵.

⁵³ Les différences constatées entre pays européens pourraient être liées au poids des marchés domestiques dans les grands indices, notamment l'Eurostoxx50.

⁵⁴ Rosenblatt estime cette part à 8 % des volumes sur marchés US.

⁵⁵ La phase subissant la plus forte baisse est celle de 14h30-15h00 (-33 %), avant que la convergence des marchés EU et US précédant l'ouverture des US ne multiplie les échanges entre 15h00 et 15h30.

Une évolution favorisée par l'essor de la gestion passive et l'entrée en vigueur de MIF2

Des conséquences potentielles sur le bon fonctionnement des marchés

Cette concentration des volumes en fin de journée pourrait avoir pour effet de fragiliser le processus de formation des prix en cours de journée, faute de liquidité suffisante. Elle pourrait également être source d'un accroissement de la volatilité intra-journalière avec la multiplication d'épisodes de type *flash-crash*, comme celui observé sur le titre LVMH qui a vu son cours chuter de 8 % le 29 mars dernier immédiatement après le *fixing* d'ouverture, faute notamment d'une présence d'acteurs dans les moments qui ont suivi le *fixing*. De plus, il apparaît que la part des ordres « à tout prix » qui ne participent pas au processus de formation des prix s'élèvent à 40 % durant la phase du *fixing*⁵⁶, ce qui ne tend pas à rendre le processus de formation des prix efficient.

Enfin, une concentration des volumes aussi importants sur une phase aussi brève, entraîne une exposition accrue des marchés aux incidents opérationnels potentiels ou dysfonctionnement de l'infrastructure.

2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les volumes échangés sur le marché obligataire secondaire français ont connu une baisse de 15 % en 2018 à 4 700 milliards d'euros dont 800 milliards sur le segment *corporate*. Cette tendance est également observée sur les marchés primaires où les émissions ont connu une contraction significative sous l'effet du ralentissement de la croissance, des épisodes d'instabilité financière, mais aussi de la dégradation des conditions de financement.

En effet, la forte tendance baissière observée sur les *spreads* depuis 2016 avec la contraction des primes de risques alimentée par une politique monétaire accommodante s'est interrompue en 2018 sous l'effet d'anticipations de normalisation. Les *spreads corporate* ont ainsi sensiblement augmenté pour revenir à leur niveau de 2016. Si début 2019 les *spreads* se sont à nouveau détendus, ils restent à des niveaux au-dessus de ceux qui prévalaient début 2018, traduisant une relative dégradation des conditions de financement (cf. Chapitre 1).

2.2.1. Une année 2018 marquée par la fin du programme d'achats de titres de la Banque centrale européenne (BCE)

Le programme d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE) de la BCE, annoncé le 22 janvier 2015, a commencé en mars 2015 par des achats d'obligations souveraines (*Public Sector Purchase programme*, PSPP). Il a été prolongé en décembre 2015, puis étendu le 11 mars 2016 aux obligations d'entreprise (*Corporate Sector Purchase programme*, CSPP). Ce programme d'achat d'obligations d'entreprise⁵⁷ a pour sa part commencé le 8 juin 2016, avec un objectif total d'achat de 80 milliards d'obligations (souveraines et *corporate*) par mois. Le programme a été graduellement réduit depuis avril 2017 (60 milliards d'achats par mois) pour être rapporté à 30 milliards d'euros en janvier 2018, 15 milliards d'euros à partir de septembre 2018 et un arrêt des achats d'actifs au 31 décembre 2018.

⁵⁶ Analyse des données sur le mois de septembre 2018. Il s'agit des ordres d'achat et de vente à tout prix qui s'apparient et ne participent donc pas au processus de formation des prix. Seuls les soldes de ces ordres et les ordres à court limité participent au processus de formation des prix.

⁵⁷ Les titres concernés par les achats des banques centrales sont les obligations en euro d'entreprises non bancaires incorporées dans la zone euro, d'échéance résiduelle comprise entre 6 mois et 31 ans lors de l'achat et de notation supérieure à BBB - ou équivalent (*investment grade*). Il n'y a pas de critère de plancher d'émission minimum, afin d'assurer des achats aux plus petites entreprises, mais il y a un plafond d'achat des volumes disponibles, limité à 70 % par ISIN.

La BCE poursuit toutefois les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats⁵⁸. Les réinvestissements ont ainsi été de 64 milliards d'euros entre janvier et avril 2019 (dont 2 milliards pour le CSPP) et sont estimés par la BCE à 190 milliards d'euros (dont 12 milliards pour CSPP) d'ici à fin avril 2020.

L'année 2018 a donc été marquée par une décélération significative des achats de la BCE : si les montants investis dans les titres obligataires souverains augmentaient de 50 % entre fin 2016 et fin 2017 et de 150 % pour les obligations *corporate*, ils n'ont respectivement augmenté que de 11 % et 35 % entre fin 2017 et fin 2018.

Ainsi au 24 mai 2019, les montants totaux d'obligations achetées par la BCE s'élevaient à 2 100 milliards d'euros sur le segment des obligations souveraines et à 178 milliards d'euros sur celui des obligations d'entreprise (avec près de 17,5 % des achats d'obligations *corporate* réalisés sur le marché primaire)⁵⁹.

Au total, le bilan de la BCE est passé de 2 156 milliards d'euros en mars 2015 à 4 700 milliards à fin mai 2019.

Tableau 1 : Répartition des achats
(en milliards d'euros, au 24 mai 2019)

Programme	Détention	%
Public sector purchase programme	2 098,68	82%
Covered bond purchase programme	262,29	10%
Corporate sector purchase programme	177,69	7%
Asset-backed securities purchase programme	26,12	1%
Total Programme d'achats	2 564,78	100%

Source : BCE

2.2.2. Une liquidité des marchés secondaires *corporate* qui poursuit sa lente détérioration

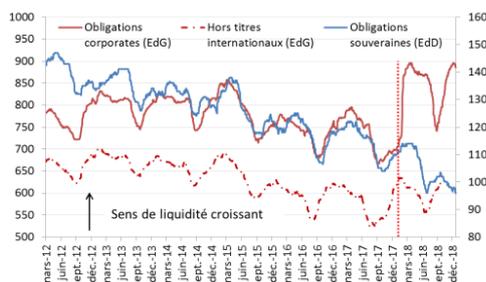
Après s'être légèrement améliorée en 2017, la baisse de volumes ainsi que la baisse des *spreads* se traduisent par une nouvelle dégradation de la liquidité en 2018, qu'il faut apprécier en tenant compte du choc créé par MIF2 dans les données disponibles. Cette évolution est matérialisée par la stagnation/dégradation de deux indicateurs de suivi de la liquidité des marchés obligataires français notamment sur le segment des obligations *corporates*.

⁵⁸ Ces réinvestissements se feront « pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire » Communiqué de presse BCE du 13 décembre 2018.

⁵⁹ Parallèlement à ces achats, se poursuivent les deux programmes d'achats lancés en septembre 2014 portant sur les obligations sécurisées (262 milliards d'euros de *covered bonds* acquis au total en mai 2019) et les titres adossés à des actifs de financement de l'économie (26 milliards d'euros d'*asset-backed securities*).

Graphique 37 : Évolution des indicateurs de liquidité des marchés obligataires français

Nombre d'obligations différentes traitées au cours de la journée
(médiane mobile – 50 jours)



Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités au cours des 100 derniers jours
(en points de base – médiane mobile 50 jours)



Source : AMF, données de reporting MIF2

L'appréhension de l'évolution de la liquidité se fait à travers l'analyse de deux indicateurs : (i) le nombre d'obligations différentes traitées au cours de la journée ; (ii) l'écart interquartile des prix de transactions observés pour les titres les plus liquides (cf. Encadré 1).

Si l'indicateur de suivi du nombre de titres échangés semble afficher une augmentation significative depuis janvier 2018, il doit être interprété avec précaution. En effet, suite à l'entrée en vigueur de MIF2/MIFIR qui instaurent des obligations de *reportings* pour l'ensemble des instruments financiers en Europe, nous constatons que les titres internationaux (i.e. les titres obligataires émis hors de France par des émetteurs dont le siège social est en France) sont beaucoup mieux déclarés qu'ils ne l'étaient auparavant, cette meilleure représentativité entraînant une augmentation artificielle du nombre d'obligations pour le segment *corporates*. En effet, la non prise en compte de ces titres auparavant mal reportés laisse apparaître une relative stagnation du nombre quotidien de titres échangés en 2018 autour de 600 titres contre 660 en 2014.

Sur le segment souverain, l'indicateur poursuit sa lente détérioration observée depuis début 2015 et passe de 130 titres en 2014 à 105 en 2018.

Le deuxième indicateur, qui mesure le coût lié à la consommation de liquidité se détériore significativement début 2018 pour le segment *corporates* avec un écart de prix médian observé sur la journée passant de 10 points de base (pb) en janvier 2018 à 16 pb en septembre 2018 après avoir atteint un plus bas en mars 2018 à 8 pb. Il se resserre néanmoins sur le dernier trimestre pour revenir à des niveaux proches de ceux observés fin 2017 à 11 pb.

Sur le segment souverain, il reste relativement stable autour de 6 pb en 2018.

Ainsi, les conditions de liquidité semblent poursuivre leur lente dégradation observée depuis mi-2015 sur le segment *corporate* sans que cette dernière ne s'aggrave sensiblement en 2018. Il conviendra néanmoins de rester vigilant dans un contexte où le risque de re-tarifcation demeure élevé et où les soutiens de la BCE demeurent significatifs (cf. Chapitre 1).

Encadré 1 : Mesurer la liquidité des marchés obligataires français⁶⁰

A la suite d'une première étude globale de l'AMF publiée en novembre 2015⁶¹, des travaux complémentaires menés avec le milieu académique ont permis d'apporter un éclairage additionnel sur les différents types de mesures de liquidité propres aux obligations d'entreprises.

L'étude examine comment les données exclusives reçues par le régulateur des marchés peuvent permettre de construire des indicateurs de liquidité du marché obligataire de sociétés non financières.

Ainsi, elle préconise deux indicateurs permettant d'apprécier deux dimensions différentes de la liquidité :

- un indice de dispersion des prix calculé pour les titres les plus liquides (la composante *width* de la liquidité qui représente le coût lié à la consommation de la liquidité) mesuré par l'écart inter-quartile des prix de transactions au cours d'une journée ;
- le nombre quotidien d'ISIN traité qui reflète la composante *breadth* de cette liquidité, c'est-à-dire le nombre de titres liquides.

L'analyse menée sur les données 2012-2016 révèle que la combinaison des deux mesures, tant la composante *width* que *breadth*, envoyait un signal préoccupant, mais pas forcément alarmant, sur l'évolution de la liquidité du marché des obligations d'entreprises depuis mi 2015.

Elle confirme donc l'analyse que permet depuis novembre 2015 l'indicateur composite initialement proposé par l'AMF.

2.2.3. Une microstructure des marchés obligataires en évolution marquée par le développement des IS et une électronique croissante

Les données reçues dans le cadre des nouveaux formats de *reportings* réglementaires mis en place suite à MIF2 permettent d'avoir une connaissance plus précise des lieux de négociations. En effet, avant MIF2, toute transaction réalisée sur une plate-forme qui n'avait pas été agréée en tant que système multilatéral de négociation (SMN) était reportée comme une transaction OTC. Depuis janvier 2018, les transactions sur le marché obligataire peuvent être réalisées en OTC, sur un SMN, via un IS ou sur les nouvelles formes de plates-formes dites OTF (*Organized trading facilities*⁶²). En pratique, dans le cas des marchés obligataires, l'activité sur carnets d'ordres centralisés reste très limitée. Lorsqu'elle est automatisée, elle passe plutôt via des systèmes dits RFQ (*Request for quotes*) qui sont des plates-formes permettant aux clients d'envoyer une même requête à plusieurs *dealers* simultanément et donc de les mettre instantanément en concurrence⁶³. En pratique, ces systèmes sont agréés par les régulateurs nationaux et enregistrés auprès de l'ESMA comme SMN ou OTF.

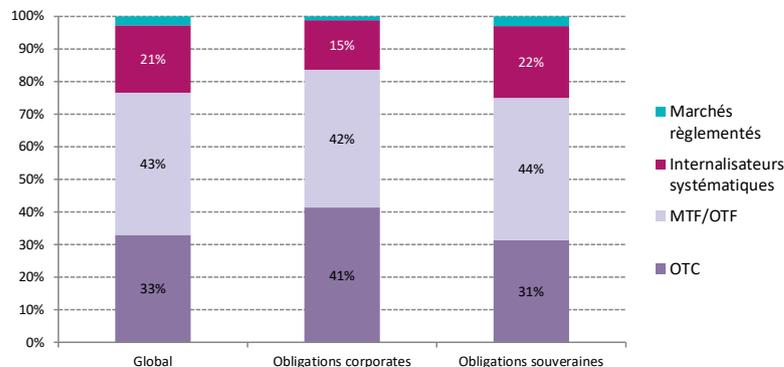
⁶⁰ O. Guéant, mars 2019, « Mesurer la liquidité des marchés obligataires français », Les cahiers scientifiques, AMF.

⁶¹ AMF, novembre 2015, La liquidité des marchés obligataires français.

⁶² Les OTF sont notamment caractérisés par : i) L'interaction d'au moins trois clients (pas des membres), d'où, notamment, l'application de règles de *best execution* ; ii) des politiques d'exécution discrétionnaires permettant à l'opérateur de l'OTF de placer, retirer, ou ne pas appairer un ordre de client spécifique avec d'autres ordres disponibles dans les systèmes à un moment donné ; iii) l'autorisation d'appariement avec interposition du compte propre, si le client y consent (*matched principal trading*) ; iv) l'autorisation de négocier pour compte propre sur des instruments de dette souveraine illiquides (*sovereign illiquid bonds*)

⁶³ Parmi les plus connus on compte, par exemple, Bloomberg, Tradeweb ou Market Access.

Graphique 38 : Répartition des volumes échangés en 2018 par lieu de négociation
(en % des montants totaux échangés en 2018)



Source : AMF, reporting des transactions

Il apparaît que l'essentiel de l'activité (54%) continue à se faire en OTC en 2018. Toutefois, comme pour les marchés actions, une importante partie de cette activité OTC est désormais réalisée via les internalisateurs systématiques. Ainsi, les IS totalisent 21 % de part de marché en 2018. On notera que cette part de marché est moindre pour les obligations *corporates* (15 %) à la faveur des transactions OTC.

Concernant les volumes négociés sur plates-formes électroniques (MTF ou OTF), alors que l'on constatait depuis deux ans une réduction de l'écart observé entre les obligations souveraines et *corporates* (les marchés souverains étant plus automatisés que les marchés *corporates*), ils sont désormais du même ordre avec une part de marché de respectivement 44 % et 42 %.

Le resserrement progressif des critères fixés par la directive MIF2, qui instaure pour la première fois des règles de transparence pré- et post-transaction pour les instruments non actions jugés suffisamment liquides, devrait favoriser encore plus cette électronique des marchés.

En effet, pour qu'un titre obligataire soit considéré comme liquide, il doit répondre à trois critères évalués trimestriellement à partir des données déclarées à l'ESMA : le montant exécuté en moyenne quotidiennement, le nombre de jours où le titre a été négocié et le nombre de transactions quotidien moyen. Ce dernier critère, qui était fixé à 15 en janvier 2018 sera ajusté progressivement jusqu'à 2⁶⁴.

Ainsi, le nombre d'obligations liquides soumis aux exigences de transparence immédiate⁶⁵ est passé de 227 titres pour l'ensemble de l'Union européenne début 2018 à 987 titres en mai 2019.

Cela suppose toutefois un accès élargi et simplifié pour les participants au marché, aux données produites dans le cadre des obligations de transparence pré- et post-transaction et rappelle la nécessité d'un déploiement d'une *consolidated tape* européenne.

La principale crainte s'agissant de l'électronisation des échanges sur les marchés obligataires tient au risque associé de développement des activités de trading à haute fréquence (THF ou *High Frequency Trading* HFT) avec des conséquences potentiellement négatives comme la multiplication de *flash events*, à l'image de celui observé sur le marché des *bons du trésor ou emprunts* américains le 15 octobre 2014. Il conviendra donc

⁶⁴ Les seuils pour les deux autres critères demeurent inchangés : un montant exécuté en moyenne quotidienne d'au moins 100 000 euros, et au moins 80 % de jours de négociation.

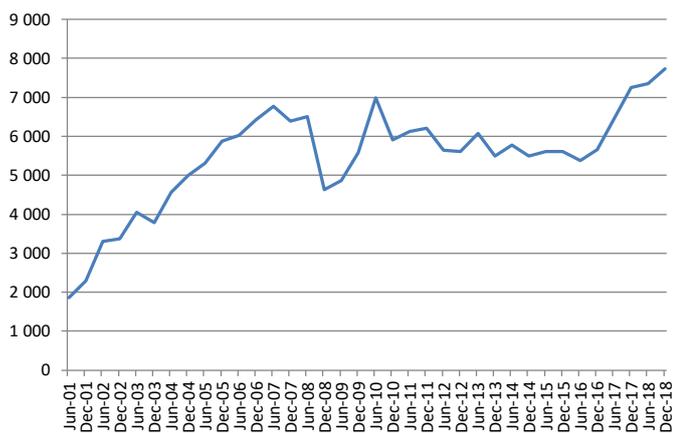
⁶⁵ Pour ces titres, la publication doit se faire dans les 15 minutes suivant la transaction. Les autres titres sont également soumis à des obligations de publication post-transaction mais dans des délais moins contraints pouvant aller jusqu'à J+2 pour les obligations *corporates* et 4 semaines pour les obligations souveraines (cf. « Cartographie des marchés et des risques 2018 » pour une description détaillée des régimes de transparence).

de suivre au plus près cette activité ainsi que l'ensemble des évolutions induites par la nouvelle réglementation afin d'évaluer leur impact sur la qualité du marché.

2.2.4. Un marché repo toujours très actif dont l'activité se normalise

Après avoir connu un regain significatif d'activité, l'encours du marché européen du repo⁶⁶ a crû de 4,9 % en 2018 et atteint 7 739 milliards d'euros fin 2018.

Graphique 39 : Le marché repo en Europe
(en milliards d'euros)



Source : ICMA

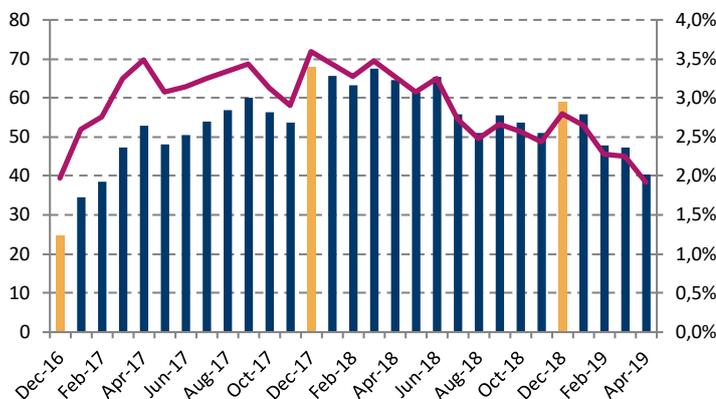
Si ce marché connaît toujours une diminution de sa liquidité en fin d'année en raison notamment des exigences prudentielles auxquelles sont soumises les banques européennes et qui les incitent à réduire leur exposition au marché repo afin de limiter la taille de leur bilan lors de la clôture des comptes, réduisant donc l'offre de titres sur ce marché, il n'a pas connu blocage. Ainsi, les taux prêteurs ont connu une baisse beaucoup moins marquée en fin d'année 2018 : sur le segment du *general collateral* (GC)⁶⁷, les taux prêteurs sur obligations allemandes s'établissaient en moyenne à -1,07 % le 28 décembre 2018 contre -4,18 % fin 2017 (et -0,39/-0,55 % le reste de l'année), ceux des obligations françaises à -1,5 % contre -3,35 % l'année précédente (et -0,45/-0,55 % le reste de l'année)⁶⁸.

⁶⁶ Source : ICMA. Le marché du repo permet d'emprunter des liquidités de court terme (de un jour à un an) en échange de titres, notamment les dettes d'État les plus sûres, qui servent de garantie ou collatéral.

⁶⁷ Le GC (*General Collateral*) est garanti par une obligation indéterminée appartenant à un panier prédéfini et le SC (*Specific Collateral*) est garanti par une obligation individuelle prédéterminée. Le premier est a priori un marché de la liquidité, tandis que le second est dit « motivé par le collatéral », car c'est généralement le marché sur lequel les participants de marché empruntent des obligations spécifiques, et donc, dans un sens, déterminent le prix de la rareté des obligations.

⁶⁸ Source : *survey* ICMA.

Graphique 40 : Prêt de titres par les banques de l'Eurosystème
(en milliards d'euros (EdG), en % des montants achetés dans le cadre du PSPP (EdD))



Source : BCE

Outre une meilleure anticipation des participants au marché, qui commencent désormais à gérer leurs exigences prudentielles de fin d'année dès fin octobre/début novembre, les mesures mises en place pour faciliter le prêt des titres acquis par les banques centrales nationales continuent de bien fonctionner et d'être sollicitées. Ainsi, en décembre 2018, près de 58 milliards d'euros d'obligations (soit 2,8 % des montants détenus dans le cadre du PSPP) ont été prêtés par les banques centrales nationales.

2.3. REGLEMENT BENCHMARK : UNE ENTRÉE EN VIGUEUR PROGRESSIVE

Le Règlement Benchmark (BMR) établit un cadre européen de gestion des risques et de supervision des indices financiers. Il précise le statut des parties prenantes à la production d'indices de référence (contributeur de données, administrateur d'indices, utilisateurs, etc.) et distingue les indices selon leur importance critique (incluant en particulier les taux d'intérêt EONIA et Euribor), significative, ou non⁶⁹. Graduelle, la mise en place du dispositif de supervision suit un calendrier échelonné jusqu'à 2020, les fournisseurs d'indices critiques devant s'être conformés aux exigences du règlement à cette date⁷⁰.

L'entrée en vigueur de ce règlement met en évidence deux risques :

Les méthodologies des taux sans risque alternatifs sont en voie de finalisation

1) D'une part, la transition des indices de référence critiques – qualifiés de taux sans risque ou *Risk-Free Rates* (RFR) – vers des références alternatives conformes aux exigences de BMR. Elle est en progrès mais laisse craindre des risques opérationnels. Autorités et industrie bancaire sont en voie de finaliser le développement de RFR alternatifs. Les incertitudes se reportent donc de façon croissante sur les conditions et la matérialité de l'adoption des RFR alternatifs par les contrats financiers.

⁶⁹ Pour une description du cadre créé par BMR, cf. cartographie des risques AMF de 2017.

⁷⁰ NB : un [accord politique européen du 25 février 2019](#) propose de proroger de deux ans jusqu'à fin 2021 le régime transitoire des indices de référence d'importance critique et des indices de référence de pays tiers.

L'EONIA, taux de référence des opérations monétaires au jour le jour en euro non sécurisées – référence⁷¹ de nombreux contrats de swaps, repo, prêt de titres, et souvent utilisé à des fins de valorisation⁷² – ne sera plus utilisé à compter de 2020⁷³ car non conforme aux exigences de BMR⁷⁴.

Un RFR alternatif, l'*Euro Short-Term Rate* (€STR) est donc introduit. La BCE le calcule d'ores et déjà mais ce calcul n'aura de valeur officielle qu'à partir du 2 octobre 2019. Comme l'EONIA, l'€STR décrit des opérations monétaires non sécurisées, en euro et au jour le jour. Ils diffèrent néanmoins sur trois points : €STR est un taux emprunteur, EONIA un taux prêteur ; le calcul d'EONIA repose sur les intérêts affichés par 28 banques, €STR sur des données de transactions de 52 banques européennes⁷⁵ ; enfin, l'administration de l'EONIA relève du secteur privé (EMMI⁷⁶), celle d'€STR, de la BCE. Un calcul « €STR plus *spread* » préconisé pour l'EONIA⁷⁷, lui permettrait de coexister en parallèle d'€STR après la phase de transition⁷⁸. Il soulève cependant encore des questions juridiques dans la mesure où son adoption pourrait induire une novation des contrats sur EONIA.

Des incertitudes résiduelles sur la méthode de calcul des taux d'échéance au-delà du jour-le-jour

Pour conformer l'**EURIBOR** – qu'il administre également – aux exigences de BMR, l'EMMI a par ailleurs proposé, le 6 mai 2019, une méthode élargissant le marché de référence, au-delà des dépôts interbancaires, aux financements non sécurisés des marchés de gros (*wholesale*). Elle couvre ainsi aussi les transactions de plus de 20 millions d'euros des banques déclarantes avec des institutions publiques, des fonds de pension et sociétés d'assurance⁷⁹, y compris sur des titres à court terme à taux fixe (*commercial paper*, certificats de dépôt). D'autre part, cette méthode « hybride » considère avant tout des transactions effectives, les intérêts affichés n'étant plus considérés qu'à défaut de transaction effective. Trois niveaux sont distingués ici : les transactions de gros publiées en temps et aux maturités voulus (niveau 1) ; à défaut, des transactions sur d'autres échéances et/ou antérieures (niveau 2) ; à défaut, des taux sur un segment de marché étroitement lié, ou offerts, ajustés d'un *spread* (niveau 3). L'usage du niveau 2 ou 3 devrait être rare pour des taux à 3 mois ou moins (plus de la moitié des volumes du marché), et plus fréquent pour des maturités plus longues (surtout au-delà de 12 mois)⁸⁰. L'impact (à la baisse) du recours à la méthode en termes d'écart entre nouvel et ancien EURIBOR devrait être faible (environ 3 pb pour les taux à 3 mois, au plus 5 pb pour des échéances supérieures)⁸¹. La méthode laisse cependant subsister une possible incertitude sur la responsabilité juridique en cas d'usage de contributions de taux fondées sur des estimations.

⁷¹ Cf. évaluation des montants référencés à EONIA et IBOR de la [cartographie AMF de 2018](#) (Encadré 8).

⁷² Par exemple, des *Overnight Index Swaps*, dont la jambe variable est indexée sur l'EONIA, sont utilisés pour les fins des opérations menées par les chambres de compensation.

⁷³ Sur proposition du Conseil européen, la date est susceptible d'être repoussée.

⁷⁴ Cf. [FSB \(2017\)](#) qui établit cette conclusion pour les indices EONIA, EURIBOR, LIBOR.

⁷⁵ Collecte MMSR (Règlement BCE 1333/2014) de statistiques des marchés monétaires (transactions de la veille).

⁷⁶ Les membres d'EMMI (*European Money Markets Institute*), association supervisée par la FSMA belge, sont les associations bancaires des Etats-Membres de l'U.E. Le 1^{er} avril 2019, la Commission européenne a [proposé](#) que l'ESMA soit « chargée d'agrèer et de surveiller les administrateurs d'indices de référence considérés comme d'importance critique au niveau de l'UE (comme l'EURIBOR et l'EONIA), ainsi que de reconnaître les administrateurs de pays tiers administrant des indices de référence utilisés dans l'UE ».

⁷⁷ Cf. consultation : « [WG on euro RFRs seeks feedback on EONIA to €STR legal action plan](#) » du 15/05/19.

⁷⁸ Selon la BCE, l'écart entre STR et EONIA ressort à 8,5 points de base, écart qu'EMMI utilisera pour calculer l'EONIA à compter du 2/10/19.

⁷⁹ Pas les sociétés non-financières ou banque centrales.

⁸⁰ Depuis le 1^{er} octobre 2018, le nombre de maturités pour lesquelles le taux est calculé a été réduit de 8 à 5 (une semaine et un, trois, six, et douze mois).

⁸¹ Cf. Goldman Sachs, *European Daily, EURIBOR is Dead. Long Live EURIBOR!* du 20/05/19.

Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale publie d'ores et déjà un taux de financement sécurisé au jour le jour (SOFR)⁸², RFR pour le dollar américain, et le comité américain sur les taux de référence alternatifs⁸³ développe des taux de référence à long terme pour le dollar américain. Au Royaume-Uni, le *Sterling Overnight Index Average* (SONIA⁸⁴) sera le RFR pour la livre sterling, et le groupe de travail *ad hoc* développe des taux de référence à plus long terme. Les autres zones monétaires couvertes par un rapport d'étape du FSB de novembre 2018 sur les progrès des réformes des méthodologies des principaux taux d'intérêt de référence⁸⁵ suivent en général une approche à taux multiples, dans laquelle les IBOR pourront coexister avec les RFR alternatifs nouvellement introduits.

Des risques pour la transition effective vers les RFR alternatifs

Une fois les méthodes de calcul des RFR finalisées, se pose le problème de l'adoption et du **programme de transition opérationnelle**, c'est-à-dire de l'inscription effective des RFR alternatifs dans les contrats – nouveaux et existants (*legacy*) – ayant pour sous-jacent des IBOR. A l'échelle mondiale, les dérivés négociés de gré à gré et en bourse représentent un enjeu important : 300 000 milliards de dollars d'encours (80 % des produits) référencent des IBOR en dollars⁸⁶. La gestion de la transition bénéficiera du recours à des documentations standardisées, notamment aux contrats-cadres et avenants standardisés de l'ISDA. A l'inverse, sur les marchés peu standardisés, comme ceux de prêt au comptant et de crédit syndiqué, la transition requerra des moyens opérationnels, et un traitement bilatéral (sensibilisation des clients). Plusieurs autorités ont donc demandé aux grandes institutions financières comment elles se préparaient à l'adoption de RFR alternatifs⁸⁷. La spécification dans les contrats de dispositions supplétives (*fallback provisions*) – stipulant le recours à un taux alternatif en cas de discontinuité du taux de référence du contrat considéré – est, sur ce point, cruciale. Aux Etats-Unis, l'ARRC a proposé des éléments de langage à cet égard, activement promus auprès de l'industrie financière⁸⁸. Concernant les contrats à terme, l'ISDA mène des consultations sur la nature des ajustements nécessaires⁸⁹.

Sans équivalent, le régime BMR interroge aussi sur la réciprocité vis-à-vis des pays tiers

2) D'autre part, BMR s'applique à un marché d'indices financiers très international ce qui soulève des questions d'application aux indices de pays tiers (administrés hors de l'U.E.) et des questions d'éventuelle réciprocité des dispositions adoptées. Certains fournisseurs d'indices globaux – commercialisés dans et en dehors de l'U.E. – sont localisés hors de l'U.E., comme par exemple MSCI Intl et S&P Dow Jones aux Etats-Unis, ou FTSE Russell au Royaume-Uni. D'autres, souvent liés à des marchés boursiers nationaux (STOXX Ltd, Bolsa de Madrid) ou régionaux (Euronext, Nasdaq OMX), parfois indépendants (e.g. l'allemand Solactive), sont localisés au sein de l'U.E.

⁸² Comme son nom – *Secured Overnight Financing Rate* – l'indique, ce taux se distingue des RFR européens en ce qu'il porte sur des opérations sécurisées.

⁸³ Comité des taux de référence alternatifs/*Alternative Reference Rates Committee* ARRC.

⁸⁴ Cf. [SONIA Key features and policies](#) de la Banque d'Angleterre.

⁸⁵ FSB; "[Reforming major interest rate benchmarks](#)"; Progress report; 14/11/18.

⁸⁶ Cf. EY, ([LIBOR Transition – What is the impact on my organization?](#)), du 26/11/18.

⁸⁷ Cf., par exemple, [Lettre jointe de l'Autorité des Marchés Financiers \(AMF\) et de la Banque Centrale \(DNB\) néerlandaise du 25/04/19](#) et [Lettre de l'Australian Securities and Investments Commission \(ASIC\) du 9/05/19](#) aux CEO des grandes institutions financières de leurs juridictions respectives.

⁸⁸ Cf., par exemple, Jones Day "[ARRC Publishes Final LIBOR Transition Recommendations for Floating Rate Notes and Syndicated Business Loans](#)" de mai 2019.

⁸⁹ Les [consultations de l'ISDA du 16/05/19](#), notamment, proposent des options concernant les RFR lorsque les *fallbacks* sont déclenchés pour des dérivés sur LIBOR en USD, HIBOR de Hong Kong, CDOR canadien et SOR de Singapour (qui utilise le LIBOR comme input), et traitent de pré-cessation, c'est-à-dire de la façon dont les contrats de dérivés devraient traiter l'annonce que le LIBOR et certains autres IBOR critiques ne seront plus représentatifs d'un marché sous-jacent.

Pour les premiers, BMR prévoit trois procédures alternatives pour qu'un indice de référence administré dans un pays tiers puisse être utilisé au sein de l'U.E.⁹⁰:

- l'équivalence (art. 30), sur la base d'accords de coopération entre autorités nationales compétentes et d'une décision d'équivalence de la Commission européenne au profit du pays de l'administrateur de l'indice ; cette procédure suppose une inscription des administrateurs d'indices, et des indices de référence eux-mêmes, au registre tenu par l'AEMF ;
- la reconnaissance (art. 32) de l'Etat membre de référence de l'administrateur⁹¹ par l'autorité compétente au sein de l'U.E., dès lors que l'administrateur dispose d'un représentant légal dans la juridiction de cette autorité compétente⁹² ;
- l'aval (*endorsement*) (art. 33) d'un indice de référence peut être donné par un administrateur d'indices de l'U.E., dès lors que ce dernier a l'expertise et les moyens effectifs de surveiller la fourniture d'indice de l'administrateur de pays tiers concerné. L'administrateur européen donne alors l'aval à son autorité nationale compétente.

Selon le registre de l'ESMA en ligne⁹³, à ce jour, seul un acteur a recouru à la procédure d'aval, un autre à celle de reconnaissance. BMR restant spécifique à l'Europe, il restera à voir dans quelle mesure une réciprocité s'applique aux administrateurs d'indices européens dans les pays tiers. Un cas d'espèce est observé au Royaume-Uni, où des règles analogues à BMR ("*Statutory Instrument BMR*") sont adoptées dans le cadre de la loi britannique sur la sortie du Royaume-Uni de l'U.E. (*E.U. Withdrawal Act* de 2018).

2.4. MARCHÉS DÉRIVÉS

2.4.1. Une diminution des risques liés aux activités sur dérivés de gré-à-gré

Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), les montants notionnels⁹⁴ bruts totaux mondiaux des dérivés négociés de gré à gré sont repartis légèrement à la hausse en 2018, en atteignant 544 833 milliards de dollars en fin d'année (Graphique 41). Les contrats de taux d'intérêt, qui représentent 80 % des notionnels totaux, tirent cette évolution et notamment la croissance observée au premier semestre (+11 % au premier semestre 2019 en rythme annuel, +2 % au second).

*Des montants
notionnels en
légère hausse en
2018*

⁹⁰ La date d'application des règles du 01/01/20 est sujette à prorogation de deux ans.

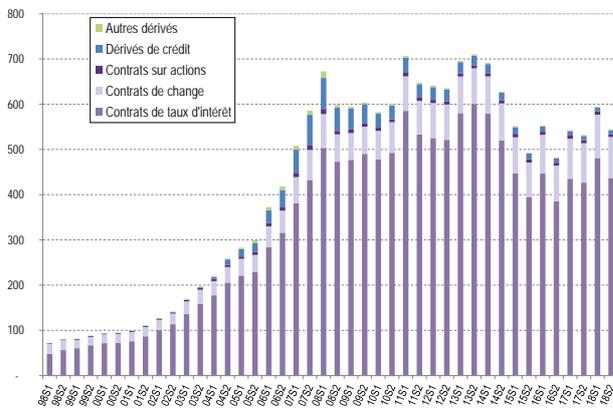
⁹¹ Les critères permettant de spécifier l'Etat membre de référence sont précisés dans l'article 30(4) de BMR.

⁹² Au 20 mai 2019, selon le [registre de l'ESMA en ligne](#), seules les dispositions de l'Article 33 ont été effectivement mises en œuvre.

⁹³ Au 20 mai 2019.

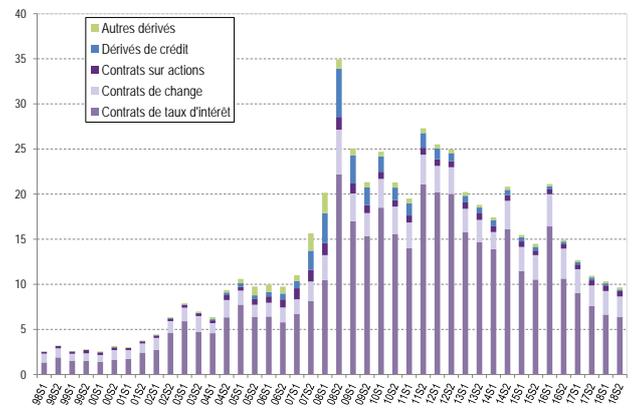
⁹⁴ Le montant notionnel d'un dérivé correspond à la valeur de l'actif sous-jacent sur lequel porte le contrat dérivé.

Graphique 41 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 42 : Montants en valeur de marché brute
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Mais des valeurs brutes de marché au plus bas depuis 2006

Les valeurs de marché brutes des contrats dérivés⁹⁵ de gré-à-gré ont continué à diminuer en 2018 pour atteindre leur niveau le plus bas depuis 2006 à 9 663 milliards de dollars, soit une contraction de 16 % par rapport à fin 2017 (Graphique 42). Cette contraction est essentiellement expliquée par les dérivés de taux d'intérêt, et notamment des principales monnaies mondiales, les valeurs de marché brutes des dérivés de taux d'intérêt en dollars et en euro ayant reculé respectivement de 17 % et de 12 % sur un an. Cette baisse s'explique en partie par l'effet prix constaté depuis plusieurs années, découlant de la réduction des écarts de taux entre la date de conclusion des contrats et la date de déclaration, qui affecte significativement les dérivés de taux. De plus, selon la BRI, cette baisse observée depuis la crise financière est également issue du recours croissant à la pratique de « règlement au marché » (*settled-to-market*), qui consiste à enregistrer les marges de variation sur les dérivés compensés sous forme de règlement plutôt que de transfert de collatéral. Cette pratique permet aux contreparties de s'approprier le collatéral reçu, et vient réinitialiser la valeur de marché des dérivés à zéro quotidiennement : par conséquent, elle participe en partie à la baisse des valeurs de marché brutes.

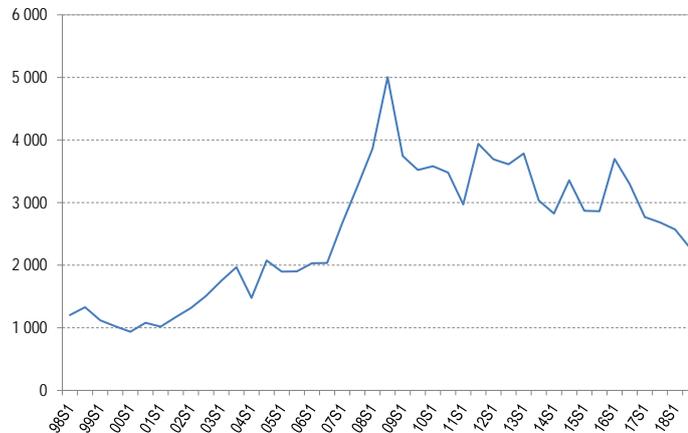
Et le risque mesuré par les expositions brutes de crédit est au plus bas depuis la crise

Les expositions brutes au risque de crédit (*gross credit exposure*)⁹⁶, qui permettent d'apporter une vision du risque agrégé de contrepartie avant prise en compte du collatéral, ont continué à diminuer elles aussi en 2018, passant de 2 683 milliards de dollars en décembre 2017 à 2 273 milliards en décembre 2018 (-15%, Graphique 44). Elles ont atteint leur plus bas niveau depuis 2006.

⁹⁵ La valeur de marché brute est la somme des valeurs absolues de tous les contrats dérivés en cours pour chaque entité déclarante, valorisés au prix de marché à la date de déclaration (qui correspond à une approximation de la valeur liquidative agrégée des contrats dérivés). Le terme « brut » signifie que les contrats présentant une valeur de remplacement positive et négative avec la même contrepartie ne font pas l'objet d'une compensation.

⁹⁶ Le terme « brut » renvoie au fait que le caractère collatéralisé ou non de l'exposition n'est pas pris en compte.

Graphique 43 : Expositions brutes de crédit
(en milliers de milliards de dollars)

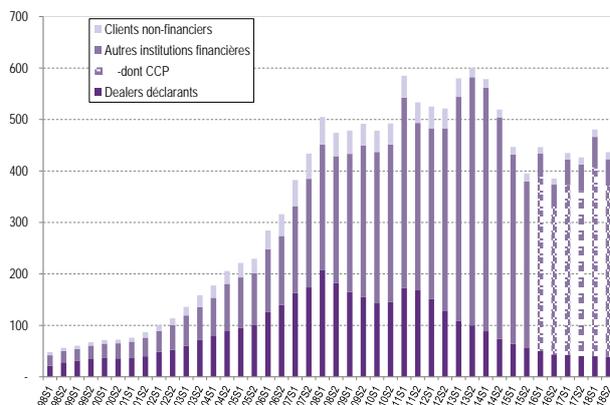


Source : BRI

Au final, en 2018, la légère hausse des montants notionnels bruts s’est néanmoins accompagnée d’une baisse significative des valeurs brutes de marché ainsi que des expositions brutes de marché, confortant ainsi une diminution des risques liés aux activités sur dérivés de gré-à-gré des institutions financières.

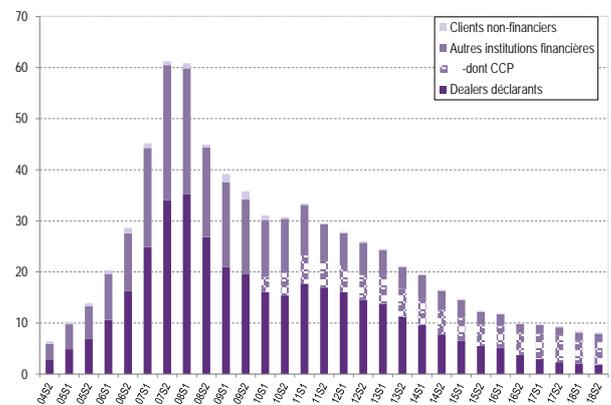
Cette réduction des risques a continué à bénéficier du recours croissant à la compensation en raison du phasage progressif des obligations réglementaires, dont celles imposées par le règlement EMIR⁹⁷ sur les dérivés en Europe. Ainsi, 332 083 milliards de dollars de dérivés de gré-à-gré de taux d’intérêt sont désormais compensés, soit 76 % des notionnels de cette classe (Graphique 44). Sur le segment des *credit default swaps* (CDS), qui représente 1,5 % des notionnels des dérivés de gré-à-gré mondiaux, la part des encours compensés est passée de 44 % fin 2016 à 55 % fin 2018, pour atteindre 4 445 milliards de dollars (Graphique 45).

Graphique 44 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d’intérêt par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 45 : Encours mondial (notionnel) des credit default swaps par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

⁹⁷ Règlement 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR).

Les obligations de compensation centrale des dérivés de gré à gré au sein des chambres de compensation (CCP) autorisées au regard d'EMIR, sont, en effet, entrées progressivement en application depuis 2016. En Europe, ont été ainsi successivement déclarés éligibles à compensation centrale les *swaps* de taux libellés en euros, en livres sterling, en yens et en dollars US, puis ceux qui sont libellés en devises polonaise, norvégienne et suédoise, ainsi que les dérivés sur risque de crédit (CDS) fondés sur certains indices⁹⁸. Si ces obligations sont applicables aux contreparties financières dont les positions en dérivés sont supérieures à 8 milliards d'euros, respectivement depuis 2016 et 2017, ces obligations de compensation continueront de s'échelonner dans le temps en 2019 et 2020 pour les autres contreparties (voir 2.1.2. pour les évolutions du Règlement).

Un exercice de stress-tests qui prend désormais en compte le risque de concentration

Afin de s'assurer que les CCP sont suffisamment résilientes en Europe, le règlement EMIR prévoit la mise en œuvre par l'ESMA, en coopération avec l'ESRB, d'un *stress-tests* annuel. Le troisième exercice, lancé en avril 2019, tire les leçons du défaut d'Einar Aas, trader norvégien, membre de la CCP Nasdaq Clearing OMX AB, survenu en septembre 2018 (cf. Encadré 2). Ainsi, outre des changements méthodologiques permettant de mieux prendre en compte les risques de crédit et de liquidité déjà considérés lors des précédents tests, l'ESMA inclut une prise en compte du risque de concentration découlant d'une position ouverte trop importante d'un adhérent compensateur sur une classe d'actif donnée. Les résultats devraient être publiés au deuxième trimestre 2020.

Encadré 2 : Défaut d'Einer Aas adhérent de la chambre de compensation Nasdaq OMX AB

Le 12 septembre 2018, la chambre de compensation suédoise, Nasdaq Clearing OMX AB, publiait un communiqué faisant état du défaut d'un de ses membres en raison de son incapacité à honorer ses appels de marges.

Einer Aas, un trader norvégien pour compte propre sur le marché nordique de l'énergie, avait accumulé une position conséquente (de l'ordre de 500 millions d'euros) sur des contrats dérivés exposés au *spread* des prix entre l'électricité produite en Scandinavie et celle qui est produite en Allemagne.

Ces prix, fortement corrélés par le passé, ont commencé à s'écarter à partir du lundi 10 septembre 2018 entraînant une hausse significative du *spread* (i.e. un mouvement de marché 5 fois supérieur au 99^{ème} percentile des fluctuations historiques observées par la chambre habituellement) engendrant des pertes importantes pour le trader et le plaçant dans l'impossibilité de répondre aux appels de marges de la CCP.

Les positions prises par le trader étant trop concentrées et le marché trop peu liquide, la chambre de compensation a décidé de liquider les positions par une vente aux enchères et en conséquence à des prix très faibles. Afin d'absorber les pertes, la CCP a dû ponctionner 65 % de son fonds de défaut et mettre l'ensemble de ses membres à contribution afin de le reconstituer.

Cet épisode montre que si le défaut a pu être géré, il convient de s'interroger sur l'impact qu'a pu avoir un seul acteur. Ceci est d'autant plus important que la chambre de compensation avait obtenu des résultats très satisfaisants lors des *stress-tests*, l'ESMA visant pourtant à s'assurer qu'une CCP est en mesure de résister au défaut de ses deux plus gros membres compensateurs. Il s'avère que le trader n'était effectivement pas parmi les plus gros adhérents compensateurs de la CCP Nasdaq clearing OMX AB, mais que c'est la position qu'il a accumulée sur un segment de marché peu liquide qui a entraîné cette concentration des risques sur cet acteur.

Ainsi, afin de prendre en compte cette dimension, l'ESMA a décidé d'inclure le risque lié à une prise de position trop importante dans son troisième exercice de *stress-tests* lancé en avril dernier (cf. supra).

Il convient également de s'interroger sur deux autres points porteurs de risques mis au jour lors de cet épisode et non traités par la réglementation européenne :

- (i) le *memberships* : quels sont les acteurs qui peuvent être autorisés à devenir adhérents compensateurs ? Dans ce cas, un simple trader pour compte propre était membre de la chambre de compensation.
- (ii) la procédure de liquidation appliquée qui illustre l'urgence de la nécessité d'un texte européen sur la résolution des CCPs.

⁹⁸ Se référer au registre de l'ESMA pour une liste exhaustive des contrats soumis à l'obligation de compensation : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emi_r.pdf

2.4.2. De premiers indicateurs d'appréhension du marché européen des dérivés à l'aide des données EMIR

Les progrès de la qualité et de la standardisation des données issues de la collecte granulaire du règlement EMIR permettent de tirer de premiers enseignements sur le marché européen des dérivés. L'ESMA a publié un premier rapport sur le dimensionnement du marché en octobre 2018, qui présente également les défis statistiques rencontrés et les enjeux liés à la qualité des données⁹⁹.

Les données présentées dans le rapport sont issues des données de positions impliquant une contrepartie de l'Espace Économique Européen ayant effectué une transaction sur dérivés européens, pour les 4 trimestres de l'année 2017. L'ESMA recense ainsi 74 millions de positions ouvertes fin 2017¹⁰⁰, pour un montant notionnel total de 660 000 milliards d'euros, incluant à la fois les dérivés de gré-à-gré et les dérivés listés¹⁰¹. Les dérivés listés demeurent minoritaires vis-à-vis des dérivés de gré-à-gré, bien que leur part dans le notionnel total ait augmenté de 13 à 17 % durant l'année 2017¹⁰². Cette augmentation est cependant hétérogène selon les catégories d'actifs sous-jacents : si les dérivés listés actions ou de matières premières représentent 47 et 35 % des montants notionnels de cette classe d'actifs, les dérivés de taux et de crédit demeurent majoritairement des produits de gré-à-gré, avec des montants notionnels de gré-à-gré de respectivement 91 % et 97 %.

De la même manière qu'au niveau mondial, le rapport met en avant le poids des dérivés de taux, qui représentent 69 % du notionnel total européen, le reste se répartissant en dérivés de change (12 %), sur actions (5 %), matières premières (4 %), ou de crédit (2 %)¹⁰³. Les dérivés européens sont majoritairement libellés en dollar (33 % du notionnel total), bien que suivis de près par l'euro (28 %) puis par la livre sterling (11 %). En matière de types de contrats, les *swaps* sont majoritaires (50 % du notionnel total), car ils sont fortement utilisés dans les contrats de taux, suivis par les options et les *forwards*.

La seconde évolution observable issue de l'entrée en vigueur progressive du règlement EMIR est l'augmentation de la compensation centrale des dérivés de gré-à-gré : celle-ci est passée de respectivement 40 à 58 % des notionnels des dérivés de taux d'intérêt et de 25 à 27 % de ceux de crédit, instruments sur lesquels porte principalement cette obligation¹⁰⁴. Ainsi, ces premiers résultats européens viennent corroborer le message de diminution des risques liés aux activités sur dérivés de gré-à-gré observé au niveau mondial par la BRI.

Concernant le type de contreparties, 95 % du notionnel européen total repose sur les entreprises d'investissement ou les établissements de crédit (respectivement 63 et 32 %). Ce résultat doit cependant être nuancé par la possibilité qu'ils puissent correspondre en fait à des opérations effectuées pour le compte de clients, qui ne sont pas identifiables à travers le *reporting*. Viennent ensuite les fonds d'investissement alternatifs (FIA, 6 % du

⁹⁹ ESMA (2018), « *ESMA Annual Statistical Report – EU Derivatives Markets 2018* », octobre.

¹⁰⁰ Une position ouverte (*open interest*) correspond au nombre total de contrats dérivés non échus c'est-à-dire à l'ensemble des positions à l'achat ou à la vente détenues par les opérateurs qui ne sont pas arrivés à expiration et qui sont en attente d'être débouclées.

¹⁰¹ Les dérivés de gré-à-gré (*over the counter*), désignent les contrats dérivés non listés sur marché réglementé, par opposition aux dérivés listés ou ETD, *exchange traded derivatives*.

¹⁰² Cela ne signifie néanmoins pas que les risques associés aux dérivés listés sont moindres. En effet, pour ces produits, il convient de regarder également le nombre de positions ouvertes et les volumes de transactions afin de mieux apprécier les risques.

¹⁰³ Les 8 % restant ont été classés en catégories « autres » (6 %) ou non classés (2 %).

¹⁰⁴ Les dérivés de gré à gré soumis à l'obligation de compensation centrale sont listés dans le registre public de l'ESMA et comprennent certaines catégories de dérivés de taux d'intérêts (tels que les *swaps* de base, les *swaps* de taux fixe / flottant, les contrats à terme) et certaines classes de dérivés de crédit (tels que les CDS indiciels). Voir ESMA70-708036281-176, « *Public register for the clearing obligation under EMIR* ».

notionnel total) et les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM, 2 %). La concentration du marché européen, mesurée par la part du notionnel total des 5 premières contreparties, est particulièrement forte pour les dérivés de matières premières (67 %), sur actions (51 %) et de crédit (41 %) mais moindre pour les autres classes d'actifs.

L'AMF a également développé plusieurs outils de compilation et de nettoyage des données EMIR permettant un suivi des volumes des déclarations effectuées au titre du *reporting* EMIR. Ce *reporting* représente une source de données essentielle à des fins de supervision, de détection d'abus de marché, mais également de suivi de la stabilité financière. Un contrôle thématique « SPOT » portant sur la gouvernance et les dispositifs de contrôle mis en place pour le *reporting* des transactions aux référentiels centraux est également prévu en 2019.

Enfin, le Comité Européen du Risque Systémique travaille également à la surveillance du marché européen des dérivés, par la création de bases de données historiques, nettoyées et agrégées permettant de rendre compte de l'évolution des volumes échangés à travers de multiples dimensions. Un des enjeux consiste notamment à mieux appréhender les enjeux du *Brexit* concernant la compensation centrale. À ce stade, ces indicateurs demeurent non publics, à usage décisionnel pour les instances européennes concernées, mais ils viennent compléter l'utilisation et la compréhension des enjeux du marché européen des dérivés.

2.4.3. Des marges initiales en hausse de 47 % depuis l'entrée en vigueur des exigences applicables aux dérivés non compensés

L'entrée en vigueur des exigences de marges initiales¹⁰⁵ a été séquencée en 5 phases, en fonction des montants des positions concernées sur une période allant de février 2017 pour les plus grosses expositions (plus de 3 000 milliards d'euros) à septembre 2020 pour les plus petites (moins de 750 milliards d'euros). En conséquence, le montant total des marges collectées a continué de croître de manière significative en 2018¹⁰⁶. Dans le cadre de son *Margin survey*, l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* estime que le montant total des marges collectées par les 27 plus gros acteurs de marchés¹⁰⁷, pour leurs transactions sur dérivés non compensés, s'élève à 1 016 milliards de dollars à fin 2018.

Les marges initiales (MI) reçues ont notamment crû significativement et s'élevaient à 157,9 milliards de dollars à fin 2018, en hausse de 21 % par rapport à fin 2017 et de 47 % comparativement au T1 2017, qui marque le début de l'entrée en vigueur effective de l'obligation. Les marges initiales versées suivent la même tendance avec une augmentation de 14 % par rapport à fin 2017 et de 47 % comparativement au T1 2017.

Les marges de variation (MV) ont pour leur part une évolution moins marquée et asymétrique : les marges de variation reçues ont diminué de 1 % entre le T1 2017 et le T4 2018 à 858,6 milliards de dollars quand les marges versées ont diminué de 15 % à 583,9 milliards sur la même période.

Les marges (initiales ou de variation) sont essentiellement constituées de cash (68 %) et de titres souverains (21 %).

¹⁰⁵ Les marges initiales ou de variation peuvent être reçues ou versées par une contrepartie. Une contrepartie qui reçoit des marges n'en poste pas nécessairement, et inversement.

¹⁰⁶ Voir la « Cartographie des marchés et des risques 2018 » sur les modalités des nouvelles exigences.

¹⁰⁷ Ces acteurs de marché sont vraisemblablement des banques.

Tableau 2 : Montants de marges versées et reçues
(en milliards de dollars, toutes juridictions confondues)

Type de marge	Origine du versement	Sens	T4 2018	T4 2017	T1 2017	2018/2017	2018/Q1 17
Marges initiales	Obligation réglementaire	versées	83,2	75,2	47,2	11%	76%
		reçues	83,8	73,7	46,6	14%	80%
	Versement discrétionnaire	versées	10,1	6,4	16,3	58%	-38%
		reçues	74,1	56,9	60,5	30%	22%
Total marges initiales		versées	93,3	81,6	63,5	14%	47%
		reçues	157,9	130,6	107,1	21%	47%
Total marges de variations		versées	583,9	631,7	685	-8%	-15%
		reçues	858,6	893,7	870,4	-4%	-1%
Total		versées	677,2	713,3	748,5	-5%	-10%
		reçues	1016,5	1024,3	977,5	-1%	4%

Source : ISDA

Des difficultés anticipées dans la phase 5 de la mise en œuvre des marges initiales pour les contreparties les plus faiblement exposées

Si la phase 4 de l'entrée en vigueur des exigences de marges devrait avoir lieu, comme prévu par les textes, en septembre prochain, des difficultés ont d'ores et déjà été identifiées pour la dernière phase prévue en septembre 2020.

La phase 5 vise à soumettre aux obligations en matière de marges initiales (MI) les entités ayant un montant notionnel annuel moyen de transactions sur dérivés de gré à gré non compensés supérieur à 8 milliards d'euros. Les entités dépassant ce seuil ne seront par ailleurs contraintes d'échanger des MI que pour les transactions conclues avec des contreparties avec lesquelles le montant des MI à échanger dépasse 50 millions d'euros. Selon les estimations, environ 800 à 1 100 contreparties seraient concernées par cette phase 5 (contre une soixantaine environ qui sont couvertes par les phases 1 à 4). Plusieurs difficultés qui pourraient survenir lors de la mise en œuvre de cette obligation ont été identifiées : (i) la négociation des annexes « collatéral »¹⁰⁸ avec les contreparties mais aussi des contrats avec les dépositaires¹⁰⁹, avec des effets d'embouteillages probables compte tenu du nombre important de contreparties concernées ; (ii) la mise en œuvre et la validation des modèles internes de calcul des marges initiales qui pourraient s'avérer plus complexes compte tenu du manque d'expérience et de ressources des contreparties concernées.

Le *Working Group on Margin Requirement (WGMR)*, créé sous l'égide du Comité de Bâle et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié début mars un communiqué clarifiant, entre autres points, le fait que les entités concernées ne sont pas tenues de conclure des contrats avec les dépositaires et des annexes « collatéral » avec les contreparties tant que le seuil des 50 millions n'est pas atteint. Il précise par ailleurs qu'il continuera à suivre les effets potentiels d'ici la mise en œuvre en 2020.

2.4.4. Une finalisation de la révision du règlement EMIR qui introduit une meilleure proportionnalité mais qui peine à faire émerger une réelle supervision européenne des chambres de compensation

Les petits acteurs exemptés de l'obligation de compensation afin d'améliorer la proportionnalité

Le projet d'amélioration du règlement EMIR a été publié par la Commission européenne en mai 2017 (EMIR REFIT ou EMIR 2.1). Ce projet de revue avait pour objectif de renforcer la proportionnalité des exigences et pallier certaines insuffisances du règlement. Après des débats législatifs finalisés en fin d'année 2018, le texte sur lequel les co-législateurs ont trouvé un accord apporte principalement des modifications des règles relatives à l'obligation de compensation centrale. Ce règlement a été publié au JOUE le 28 mai 2019 et est entré en vigueur le 17 juin 2019.

¹⁰⁸ Les annexes « collatéral » sont adossées au contrat dérivé et définissent les conditions de la fourniture de garanties par les contreparties.

¹⁰⁹ De la même façon, les contrats avec les dépositaires devront être revus pour prendre en compte les nouvelles garanties.

Ces nouvelles règles viennent exempter de l'obligation de compensation certaines contreparties ayant des positions sur dérivés de gré-à-gré considérées comme faibles.

Ainsi :

- une nouvelle catégorisation des contreparties permettra à certaines contreparties financières (*Small Financial Counterparties*, SFC) d'être exemptées de l'obligation de compensation, si leurs positions sont inférieures à 1 milliard d'euros pour les dérivés de crédit ou sur actions et 3 milliards d'euros pour les autres classes d'actifs (change, taux, matières premières et autres dérivés) ;
- les contreparties non financières dont les positions dépassent au moins un des seuils de compensation (*Non Financial Counterparties+*, NFC+) ne seront soumises à l'obligation de compensation que pour les dérivés appartenant à la classe d'actifs sur laquelle le seuil de compensation est dépassé. Les fonds établis exclusivement aux fins de servir un ou plusieurs plans d'actionnariat salarié seront par ailleurs désormais écartés et, afin de limiter la charge des fonds d'investissement, les OPCVM et les FIA devront effectuer ce calcul au niveau du fonds.

Le calcul des positions permettant de déterminer si une contrepartie est soumise à l'obligation de compensation est également simplifié. Il devra désormais être effectué annuellement (au lieu d'un calcul quotidien actuellement), sur la base de la moyenne des positions fin de mois des douze derniers mois. Les contreparties qui n'effectueront pas ce calcul seront réputées dépasser les seuils de compensation et devront ainsi se soumettre aux obligations de compensation.

Les autres modifications du règlement concernent :

- les techniques d'atténuation des risques pour les dérivés non compensés : les échanges de marges pour les transactions sur dérivés sur devises réglés physiquement (*physically settled FX swaps et forwards*) seront désormais limités aux transactions entre les acteurs les plus systémiques ;
- la simplification des obligations de déclaration notamment pour les contreparties non-financières : par exemple, une exemption à la déclaration des transactions intragroupe est prévue lorsque l'une des deux contreparties à la transaction n'est pas financière ;
- la supervision des référentiels centraux : les pouvoirs de l'ESMA en matière de supervision des référentiels centraux sont renforcés et les montants de sanctions qu'elle peut infliger sont augmentés.

Dès l'entrée en vigueur du texte, les contreparties financières et non financières doivent donc intégrer ces nouvelles règles, effectuer les calculs de positions nécessaires et informer l'AMF et l'ESMA si leurs positions dépassent l'un des seuils de compensation.

Enfin, concernant l'articulation de l'entrée en application d'EMIR REFIT avec le Brexit, les autorités britanniques ont confirmé leur volonté d'introduire dans leur législation les nouveautés d'EMIR REFIT via un instrument de droit national.

Le 18 avril dernier, le Parlement européen a également adopté le projet de modification du règlement EMIR (dit « EMIR 2.2 ») relatif à l'autorisation et la supervision des CCP européennes ainsi qu'à la reconnaissance des CCP de pays tiers. Le projet, initié par la Commission en juin 2017, visait, d'une part, à réformer le régime d'équivalence des CCP de pays tiers jugé inadapté dans un contexte de *Brexit*, mais aussi à faire émerger une supervision européenne des CCP de l'Union.

L'objectif du nouveau texte vise en effet à « doter l'union des marchés des capitaux d'un système de surveillance des contreparties centrales plus efficace et plus cohérent, dans l'intérêt de la poursuite de l'intégration du marché, de la stabilité financière et de l'égalité

des conditions de concurrence ». À ce jour, on dénombre 16 CCP européennes, dont 3 britanniques, agréées et 32 CCP de pays tiers reconnues dans l'Union.

Les risques de *cliff edge effect*¹¹⁰ redoutés en cas de Brexit sans accord ont été temporairement écartés en décembre 2018, dans le cadre du plan d'urgence adopté par la Commission européenne, compte tenu de l'incertitude qui persiste concernant l'accord de retrait. Ainsi, afin de garantir qu'il n'y aura pas de perturbation immédiate dans la compensation centrale des produits dérivés, une décision d'équivalence temporaire et conditionnelle pour une période de douze mois à compter de fin mars 2019, a été accordée aux chambres de compensation britanniques. Le texte adopté par le parlement et définissant le nouveau régime de reconnaissance devrait par la suite prendre le relais.

L'ESMA au centre de la supervision des CCP systémiques de pays tiers dans le cadre du nouveau régime de reconnaissance...

La redéfinition du régime de reconnaissance s'appuie sur une approche proportionnée basée sur le degré de risque que les chambres de compensation représentent pour la stabilité de l'Union. Ainsi, le texte distingue désormais les CCP de pays tiers Tier 1, d'importance non systémique, les CCP Tier 2, d'importance systémique et les CCP Tier 3 d'importance systémique substantielle i.e. présentant un risque pour la stabilité de l'Union tel que les exigences définies par le texte en matière d'équivalence ne seraient pas suffisantes. La classification sera opérée par l'ESMA après décision préalable d'équivalence délivrée par la Commission européenne. Elle sera de plus réalisée après consultation de l'ESRB et en accord avec les Banques centrales concernées¹¹¹.

Si les conditions de reconnaissance définies par EMIR continueront de s'appliquer pour les CCP Tier 1¹¹², les CCP Tier 2 devront se soumettre à des exigences spécifiques, incluant notamment des exigences prudentielles énoncées dans le règlement EMIR.

L'ESMA disposera par ailleurs d'un pouvoir de supervision sur les CCP Tier 2. Cette supervision se fera via la mise en place d'un comité de surveillance des contreparties centrales¹¹³. L'ESMA sera ainsi dotée d'un pouvoir d'enquêtes et d'inspections avec, le cas échéant, le concours des banques centrales concernées.

Les entités Tier 3 ne seront quant à elle pas reconnues comme équivalentes et une relocalisation de l'activité concernée en Europe pourrait alors être exigée si elles souhaitent poursuivre leur activité dans l'Union.

...mais une supervision des CCP de l'Union restée aux mains des autorités nationales

Si la redéfinition du régime de reconnaissance et de supervision des CCP des pays tiers a fait l'objet d'un consensus assez rapide au sein de l'Union, celle de la supervision des CCP européenne a, en revanche, donné lieu à de nombreux débats et a abouti sur un texte moins ambitieux que celui qui était initialement proposé par la Commission en matière de supervision européenne.

Ce texte plaçait, en effet, l'ESMA, mais aussi la Banque Centrale Européenne au cœur de la supervision des CCP européennes. Le texte adopté par le Parlement propose au final un dispositif largement centré sur les autorités nationales. Ces dernières conservent leurs pouvoirs de supervision et devront, dans certains cas seulement, obtenir un accord

¹¹⁰ Terme désignant une rupture brutale (« effet falaise ») dans les débats sur le *Brexit*.

¹¹¹ C'est-à-dire les banques centrales d'émission de toutes les monnaies de l'Union dans lesquelles sont libellés les instruments financiers concernés.

¹¹² En application du principe de reconnaissance, dès lors que la Commission européenne considère comme équivalent le droit applicable dans le pays tiers, tout acteur concerné localisé dans cet État tiers peut, en se conformant à la législation applicable dans cet État tiers et en étant exclusivement supervisé par son régulateur local, proposer ses services dans l'Union sans avoir à appliquer le droit de l'Union ni à solliciter un agrément/être soumis à la supervision de l'autorité compétente de l'État européen dans lequel il est établi ou propose d'offrir ses services.

¹¹³ Le Comité de surveillance est constitué d'un président indépendant, de deux membres indépendants, des autorités nationales de supervision des CCP et, lorsque qu'il statue sur une CCP de pays tiers, des banques centrales d'émission concernées si elles le souhaitent. Ces dernières ne disposent pas d'un droit de vote.

préalable de l'ESMA ou la consulter. L'ESMA, via le comité de surveillance des contreparties centrales, s'assurera de la bonne coordination entre les autorités nationales afin d'améliorer la convergence à l'échelle européenne. La BCE ne disposera finalement pas de pouvoir de supervision sur les CCP européennes (et de pouvoirs limités sur les CCP de pays Tiers)¹¹⁴.

L'objectif d'une supervision européenne des chambres de compensation vise à répondre au besoin de stabilité financière et de protection des investisseurs tout en profitant des bénéfices tirés de marchés financiers ouverts et intégrés en Europe. Cette intégration passe notamment par une mise en œuvre harmonisée de la réglementation. Or l'absence d'une supervision centralisée au niveau européen pour les CCP de l'Union, telle qu'entérinée par le texte proposé, pourrait risquer de créer une distorsion de concurrence et des arbitrages en faveur des juridictions les moins-disantes avec des conséquences significatives pour la stabilité financière.

Encadré 3 : Un environnement post *Brexit* encore très incertain

Identifiés dès notre cartographie 2016, et précisés ensuite dans les éditions 2017 et 2018, les risques associés au *Brexit* auraient dû se réduire début 2019 puisqu'une bonne partie de l'incertitude était censée se lever alors, la sortie du Royaume-Uni étant supposée rentrer dans une phase opérationnelle. De fait, l'approche du *Brexit* a conduit les acteurs des marchés financiers à se préparer autant que possible, mais les énièmes blocages politiques et reports de sortie continuent à faire peser un risque significatif avec un niveau élevé d'incertitude qui demeure.

Quoi qu'il en soit, des déplacements d'activités sont d'ores et déjà observables en France avec un nombre significatif de demandes de relocalisations/créations de plates-formes ou d'entreprises d'investissement. Ces demandes concernent notamment des acteurs d'importance à l'échelle européenne et devraient entraîner une hausse significative des activités des marchés. De même, du côté du post-marché, le groupe LCH a relocalisé à Paris l'ensemble de son activité de compensation centrale des opérations de repo en euros (197 milliards d'euros en 2018) et un nouveau dépositaire central a été agréé en début d'année.

De plus, des mesures temporaires ont été prises par la Commission afin d'éviter les « *cliffs effects* », comme par exemple des décisions d'équivalence temporaires pour les chambres de compensations (cf. partie 2.1.6)

Les derniers reports successifs et les incertitudes qui pèsent désormais sur la mise en œuvre effective du *Brexit* sont toutefois désormais à l'origine d'un certain attentisme qui peut être dangereux ; et de nombreux points d'incertitudes, porteurs de risques, demeurent encore :

- **les relocalisations vers l'UE27 s'accompagnent d'un éclatement des activités et pourraient générer de réelles difficultés en termes de supervision** qui doit désormais porter sur des entités dont les activités se répartissent entre différentes juridictions (via des filiales ou des succursales). Outre les difficultés qu'elle engendre, cette fragmentation de la supervision va, par ailleurs, à l'encontre de la recherche d'une convergence européenne qui s'avère déjà difficile à mettre en œuvre comme en témoigne le récent échec de la réforme des autorités européennes de supervision.
- **la déclinaison l'obligation de trading sur plates-formes (STO, *share trading obligation*) dans un univers post *Brexit*** a fait l'objet de nombreux débats avec des difficultés engendrées par le fait que certains titres pourraient se retrouver soumis simultanément à une obligation de négociation sur plates-formes européennes et une obligation de *trading* sur plates-formes UK. L'ESMA vient toutefois de tenter de régler le problème en publiant le 29 mai 2019 un nouveau *public statement* qui vise à dispenser les titres dont l'ISIN débute par GB d'une STO dans l'UE27. Les règles qui seront appliquées par le régulateur anglais n'ont, pour leur part, pas encore été publiées.
- **un régime de redressement et de résolution des chambres de compensation qui pourrait n'être finalisé que dans un délai de deux ans.** La récente faillite d'un adhérent compensateur de la CCP Nasdaq OMX en septembre dernier a pourtant récemment montré la nécessité de disposer d'un tel régime rapidement (cf. Encadré 2).

¹¹⁴ Elle l'a publiquement regretté et a retiré en conséquence le projet d'amendement de ses statuts, déposé en juin 2017, qui visait à fournir une compétence juridique claire vis-à-vis des CCP dans le cadre du projet de révision d'EMIR.

**Encadré 4 : Échanges de données de supervision :
malgré les progrès, certains risques subsistent**

Les échanges entre l'U.E. et le reste du monde de données utiles aux missions de supervision et de contrôle des autorités de marché s'inscrivent en général dans un cadre stipulant, au titre de dispositions nationales, des dérogations au droit commun. D'une part, le développement de dispositifs réglementaires applicables aux entités de pays tiers renforce l'importance de ces échanges. D'autre part, certains risques émergents, susceptibles d'affecter leur mise en œuvre.

Sur le premier point, certains dispositifs législatifs ont, depuis la crise financière, renforcé les exigences des autorités compétentes en matière de supervision d'entités de pays tiers exerçant des activités de marché sous leur juridiction. En particulier, la mise en œuvre du Dodd Frank Act (DFA) aux Etats-Unis, définit une *substituted compliance* proche de la notion d'équivalence européenne¹¹⁵, qui permet de considérer l'application du règlement EMIR aux banques européennes intervenant sur certains marchés de dérivés américains comme suffisante pour établir la conformité de ces entités au droit américain pour les opérations concernées. La *Securities Exchange Commission* américaine a, en outre, proposé de soumettre les activités de *swap dealer* des banques étrangères relevant de sa compétence, aussi à sa supervision directe – c'est-à-dire d'obtenir un accès direct aux livres et enregistrements (*books and records*) sous forme d'un droit de visite et de contrôle des entités de pays tiers concernées¹¹⁶.

Sur le second point, la nature dérogatoire au droit commun des échanges de données (notamment personnelles) conduit, sous l'égide de l'OICV, à mettre en place des accords de coopération internationaux multilatéraux (*Multilateral Memorandum of Understanding* ou MMoU), le cas échéant bilatéraux (MOU), pour préciser le cadre applicable. Signé par 16 pays¹¹⁷, l'arrangement administratif rédigé sous l'égide de l'ESMA et de l'OICV vient ici amender le MMoU de l'OICV en vigueur. Il prévoit notamment, en application de l'article 46, 3, b du règlement RGPD¹¹⁸, des garanties concernant les données personnelles échangées entre les États de l'EEE et les pays tiers à l'EEE dans le cadre de la coopération internationale entre régulateurs. Cet accord soulève des difficultés pratiques notamment parce que sa mise en œuvre est conditionnée par : i) la nature non contraignante de l'accord, qui exige d'instituer un mécanisme de gouvernance interne prévoyant par exemple la possibilité de radiation d'un membre signataire qui n'en respecterait pas les termes ; ii) l'octroi de garanties et voies de recours effectives - limitations de la finalité du transfert de données, droits d'information des personnes, limites de durée de conservation des données, voies de recours, demande de réparation, mécanisme de médiation, etc. Par ailleurs, le nombre d'autorités signataires de cet accord est encore limité compte tenu de la conclusion récente de cet accord. Les autorités de marché européennes signataires devront donc s'interroger sur l'avenir de leur coopération avec les Etats non signataires, en décidant de recourir à la dérogation d'intérêt public envisagée par le règlement européen mais interprétée restrictivement par le Comité européen de la protection des données (CEPD)¹¹⁹.

¹¹⁵ Des régimes d'équivalence sont notamment créés dans le cadre de MIFID 2, EMIR, BMR.

¹¹⁶ Cf. propositions de règlement de la SEC mettant à jour le *Securities Exchange Act* de 1934 pour le conformer aux exigences introduites par le DFA (Titre VII) soumises à consultation publique le 9/05/19 ([Rule Amendments and Guidance Addressing Cross-Border Application of Certain Security-Based Swap Requirements](#)).

¹¹⁷ Cf. [communiqué de presse de l'OICV du 30 mai 2019](#).

¹¹⁸ Entré en vigueur le 25/05/18, le règlement général de protection des données européen prolonge la loi française Informatique et Libertés sur la collecte et l'utilisation des données.

¹¹⁹ Cf. [Lignes directrices 2/2018 relatives aux dérogations prévues à l'article 49 du règlement \(UE\) 2016/679](#).

CHAPITRE 3 : LA GESTION D'ACTIFS

En 2018, le retournement de marché de la fin d'année s'est traduit par un recul des encours et un ralentissement de la collecte de la gestion collective au niveau mondial. L'industrie de la gestion continue par ailleurs de faire face à des défis structurels importants : pression sur les frais, développement de la gestion passive, croissance des ETFs. En Europe, on peut souligner une amélioration notable du suivi du risque des fonds de gestion collective, à travers l'utilisation des *reportings* issus de la Directive AIFM et demain, du Règlement des fonds monétaires.

En France, la décollecte paraît généralisée sauf pour les fonds immobiliers, mais ce diagnostic doit tenir compte du mouvement de délocalisation/fusion des fonds de gestion collective français avec des entités luxembourgeoises. Cette tendance s'est en effet poursuivie, avec un risque de réduction du champ de supervision français, alors que les encours de la gestion sous mandat française ont à l'inverse continué de croître. Les principaux indicateurs de risques des fonds alternatifs gérés ou distribués en France (liquidité, levier, type d'investisseurs) semblent cohérents, fonds par fonds, avec les stratégies employées. Les *hedge funds*, s'ils ont des prises de risque importantes, demeurent marginaux en France (48 fonds pour un actif net de 5,4 milliards d'euros fin 2018). Cette évolution se conjugue à une croissance mondiale rapide de la finance privée (fonds de dette et de *private equity*). Si les encours des fonds français semblent encore modestes, elle interroge sur la capacité des superviseurs à effectuer un suivi de ces marchés en phase de développement.

L'environnement macro-financier décrit au Chapitre 1 a contribué au développement, au niveau mondial, de la finance à effet de levier (*leveraged finance*), qui comporte des risques à la fois pour les emprunteurs (soutenabilité de la dette émise) et pour les investisseurs (accroissement du risque pris, moindres protections, etc.). À ce stade, l'exposition des fonds français à cette finance à effet de levier semble très limitée.

3.1. ÉTAT DES LIEUX DE LA GESTION : COLLECTE ET PROFIL DE RISQUE

3.1.1. Une inflexion dans la trajectoire de la gestion collective ?

Pour la première fois depuis la crise de 2008, l'encours cumulé de la gestion collective mondiale a décliné en 2018. À fin d'année, l'encours mondial était évalué à 40 786 milliards d'euros, contre 41 107 milliards un an plus tôt (fin 2017), soit un recul de 0,8 %.

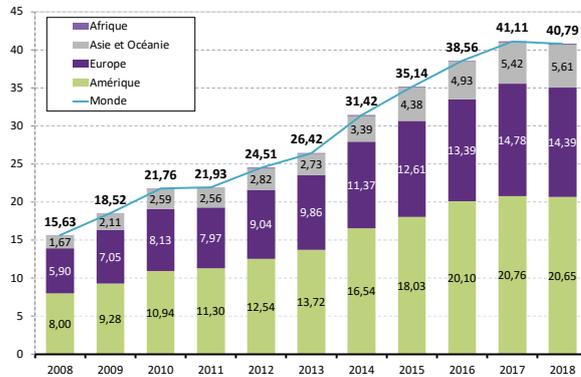
Un encours mondial en léger recul, malgré une collecte nette positive en 2018

Alors que la croissance des encours sur 12 mois atteignait 19 % en 2014, 12 % en 2015, 10 % en 2016 et encore plus de 6 % en 2017, les corrections de la fin d'année 2018 ont totalement effacé la progression des trois premiers trimestres de l'année (L'encours global avait en effet atteint 43 320 milliards d'euros en septembre, soit 5,4 % de plus qu'à fin décembre 2017).

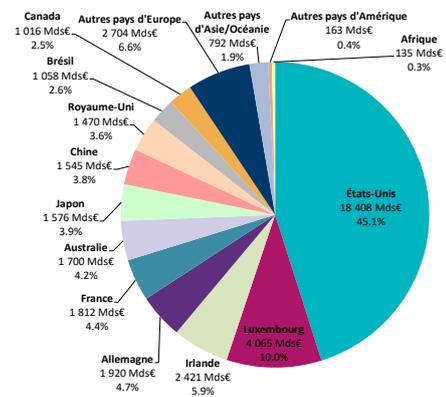
Avec 18 408 milliards d'euros à fin 2018, les États-Unis restent, et de loin, la principale juridiction de domiciliation des fonds dans le monde. Leurs encours n'enregistrent qu'un léger repli par rapport à 2017 (-0,4 %). Cette faible évolution est le résultat d'une hausse de 1 509 milliards d'euros sur les trois premiers trimestres suivie d'une chute de 1 623 milliards le dernier trimestre.

Encours de la gestion collective (hors fonds de fonds)
par pays de domiciliation des fonds

Graphique 46 : Évolution des encours
(montants en milliers de milliards d'euros)



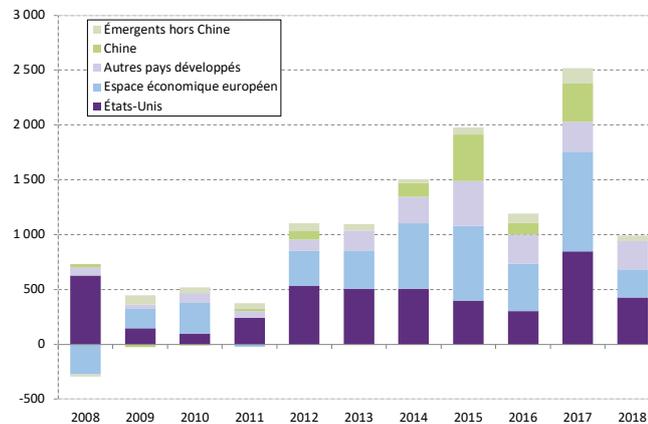
Graphique 47 : Parts de marché à fin 2018
(montants en milliards d'euros)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

La collecte mondiale sur les fonds (y compris fonds de fonds) reste positive sur l'année (la baisse des encours est donc due à un effet de valorisation). Elle se situe cependant en deçà du seuil de 1 000 milliards d'euros, une première depuis 2011. Après le record décroché en 2017 (2 517 milliards d'euros), la collecte nette enregistrée en 2018 sur les organismes de placement collectifs accuse donc un recul significatif (-61 %).

Graphique 48 : Évolution de la collecte
(montants en milliards d'euros)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

Une collecte en fort repli dans les principales juridictions, et même négative en France et au Royaume-Uni

La collecte sur les fonds chinois s'est quasiment arrêtée, passant de 350 milliards d'euros en 2017 à moins de 3 milliards en 2018 (+78 milliards sur le premier semestre et -75 milliards sur le second, un mouvement qui peut être pour partie attribué aux corrections de marché qui ont accompagné les différends commerciaux opposant la Chine aux États-Unis). Aux États-Unis, la collecte a été divisée par deux (428 milliards contre 849 milliards un an plus tôt, mais la baisse est relativement homogène sur l'année).

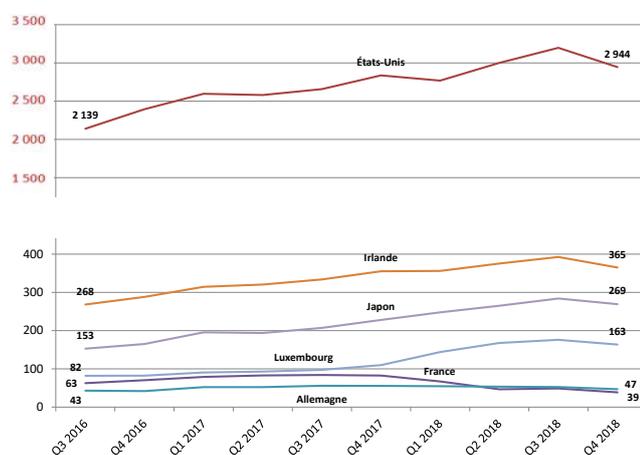
En Europe, seule l'Allemagne dépasse les 100 milliards d'euros de collecte en 2018 (-8 % par rapport à 2017). L'Irlande et le Luxembourg voient la collecte sur leurs fonds reculer de plus de deux tiers, quand la France et le Royaume-Uni enregistrent une décollecte nette sur 2018 (respectivement -18 milliards d'euros et -24 milliards d'euros)¹²⁰.

3.1.2. Une place prépondérante des États-Unis dans la gestion passive

L'évolution des encours de fonds indiciels cotés (*exchange-traded funds*, ou ETF) traduit tout à la fois la performance globalement positive des marchés financiers depuis la crise, qui joue sur les valorisations (effet prix) et l'attractivité de la gestion passive qui joue sur les souscriptions (effet volume). En deux ans et demi, entre mi 2016 et fin 2018¹²¹, l'actif net cumulé des ETF dans le monde est passé de 2 851 milliards d'euros à 4 081 milliards d'euros, soit une croissance annualisée de plus de 15 % (contre moins de 5 % pour l'ensemble de la gestion collective), et ce même en tenant compte de la correction des marchés au quatrième trimestre 2018 qui a joué à la baisse sur les montants.

Le marché est largement dominé par les fonds domiciliés aux États-Unis qui cumulent 72 % des encours à fin 2018. L'Irlande, le Japon et le Luxembourg arrivent loin derrière, mais totalisent cependant près de 20 % des encours. Le graphique ci-dessous met en évidence un net repli des encours d'ETF français depuis le début de l'année 2018, simultanément à un rebond des encours de fonds luxembourgeois, ce qui s'explique par le changement de domiciliation de plusieurs ETF sur l'exercice. Cette relocalisation s'accompagne d'une réduction du domaine sur lequel la compétence du superviseur français peut s'exercer.

Graphique 49 : Évolution des encours d'ETF (hors fonds de fonds), par pays de domiciliation
(montants en milliards d'euros)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

Au-delà des seuls ETF, la Banque des règlements internationaux (BRI) évaluait, au niveau mondial, les actifs gérés par des fonds passifs à environ 8 000 milliards de dollars à fin 2017, soit environ 20 % de la gestion collective globale.¹²²

¹²⁰ On n'avait pas noté de décollecte nette au Royaume-Uni depuis 2008, et en France depuis 2014.

¹²¹ L'EFAMA ne publie pas de données sur certaines juridictions importantes avant le troisième trimestre 2016.

¹²² BRI (2018), "[The implications of passive investing for securities markets](#)", BIS Quarterly Review, mars.

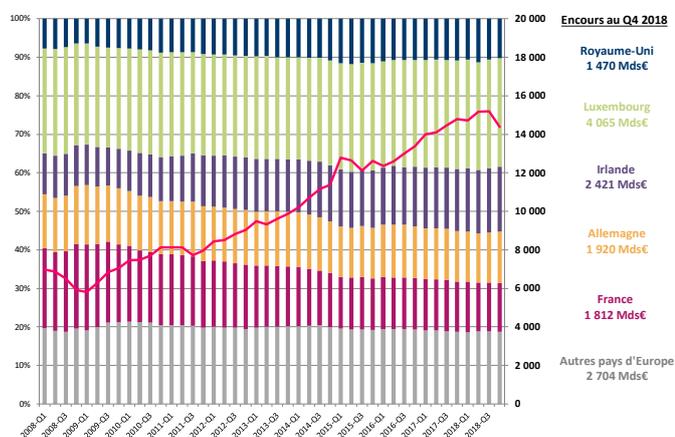
L'essor de la gestion passive s'explique en partie par le très faible niveau des frais prélevés : dans la mesure où le fonds réplique la performance d'un indice de manière quasi-automatique, soit en achetant les sous-jacents qui le composent (réplication physique), soit par le biais de produits dérivés (réplication synthétique), les sociétés de gestion ont une structure de frais fondamentalement plus faible (de l'ordre de 0,5 % contre 2 % pour les frais courants par exemple).

Cet avantage concurrentiel ne doit cependant pas faire oublier l'utilité de la gestion active qui, en établissant des stratégies d'investissement fondées sur l'analyse financière des entreprises permet de contribuer au processus de découverte des prix d'actifs sur les marchés financiers. Si la part de la gestion active continue de se réduire, on peut légitimement s'interroger sur la valeur de l'information économique contenue dans les indices répliqués par les fonds passifs. L'OICV a entamé des travaux exploratoires en ce sens, en visant notamment à clarifier l'impact des ETF sur la liquidité du marché et de leurs sous-jacents, et si besoin à mettre à jour ses principes de régulation datant de 2013¹²³.

Les régulateurs internationaux sont aussi de plus en plus sensibilisés à la question des fonds pseudo-actifs, ou *closet index funds* : certains fonds se présenteraient en effet comme des fonds de gestion active, et appliquent une tarification de fonds actifs, alors même qu'ils sembleraient se contenter de répliquer un indice de référence.

3.1.3. Gestion collective en Europe : un marché dominé par 5 juridictions

Graphique 50 : Encours de la gestion collective en Europe (hors fonds de fonds)
(parts de marché en %, éch. de gauche – Encours en milliards d'euros, éch. de droite)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

À fin 2018, l'encours des fonds domiciliés en Europe (y.c. Russie, Turquie, Suisse) atteignait 14 392 milliards d'euros, soit 2,6 % de moins qu'à fin 2017.

Le marché européen est dominé par cinq juridictions de domiciliation qui cumulent plus de 80 % des encours : le Luxembourg (28,2 %), l'Irlande (16,8 %), l'Allemagne (13,3 %), la France (12,6 %) et le Royaume-Uni (10,2 %)¹²⁴. La France a cédé plus de 8 points de parts de marché en dix ans.

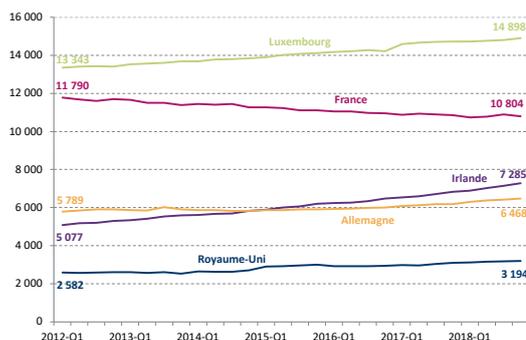
¹²³ OICV (2013), "[Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds](#)", juin.

¹²⁴ NB : les pays hors de l'Union européenne ne représentent que 3,6 % des encours, dont 3,2 % pour la seule Suisse (464 milliards d'euros). Au sein de l'Union européenne, les Pays-Bas totalisent 750 milliards d'euros

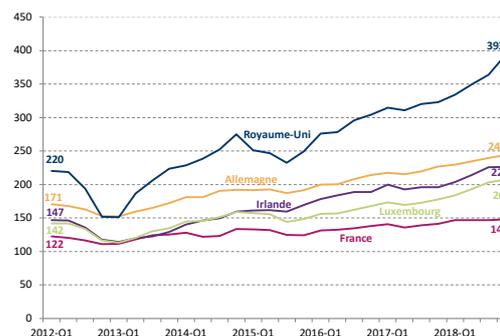
La perte de vitesse de la place française se perçoit non seulement lorsqu'on regarde la répartition des encours, mais aussi lorsque l'on s'intéresse au nombre de fonds domiciliés dans les principales juridictions européennes (voir Graphique 51).

Évolution du nombre de fonds et de l'encours moyen par juridiction (y.c. fonds de fonds)

Graphique 51 : Nombre de fonds



Graphique 52 : Encours moyen (millions d'euros)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

De moins en moins de fonds domiciliés en France

Parmi les cinq principales juridictions étudiées ici, la France est la seule dans laquelle le nombre de fonds domiciliés est sur une tendance décennale décroissante. On observe toutefois une stabilisation autour de 10 800 fonds depuis 2017. L'encours moyen des fonds français est relativement faible (un peu moins de 150 millions d'euros à fin 2018) et sa croissance a été modeste sur les six dernières années (Graphique 52). En conséquence, la réduction du nombre de fonds français ne s'explique pas par la concentration du marché autour d'acteurs de plus grande taille, mais plutôt par le transfert d'OPC vers d'autres juridictions (notons en particulier les fusions transfrontalières – avec des fonds luxembourgeois – de plusieurs dizaines de fonds français gérés par deux acteurs majeurs de la Place de Paris).

3.1.4. Focus sur les fonds français

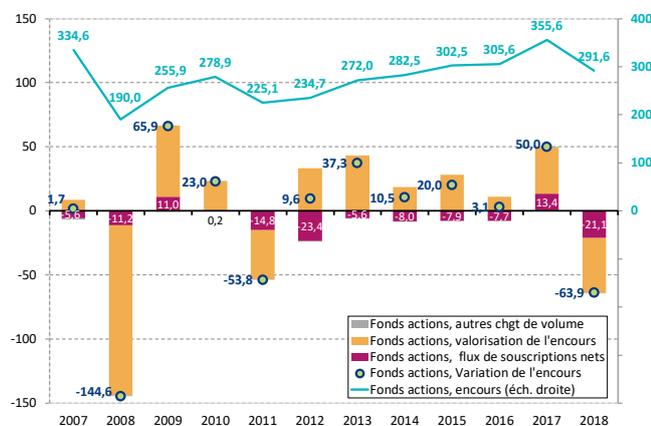
Contrairement aux sections précédentes, qui visaient à rendre compte de l'environnement international de la gestion collective en s'appuyant sur les données mises à disposition par les associations professionnelles pour les grandes juridictions (l'EFAMA compile les bases fournies par les associations nationales), cette section exploite le détail des informations réglementaires collectées par l'AMF et la Banque de France sur les organismes de placement collectif de droit français. Entre les deux approches, le périmètre n'est pas exactement comparable (les autorités excluent par exemple les actifs gérés par les organismes de titrisation), et les modalités de comptabilisation de l'actif ne sont pas tout à fait homogènes (en particulier pour les fonds immobiliers). Ces deux éléments expliquent que l'AFG et l'EFAMA reportent un encours de la gestion collective française de plus de 1 800 milliards d'euros, alors que les encours des OPC de droit français mentionnés par l'AMF et la Banque de France se situent autour de 1 500 milliards d'euros.

(5,2 %), la Suède 294 milliards d'euros (2,0 %), l'Espagne 284 milliards d'euros (2,0 %), l'Italie 207 milliards d'euros (1,4 %), et l'Autriche 144 milliards d'euros (1,0 %).

3.1.4.1. Fonds actions : Synchronisations de la (dé-)collecte et de la (dé-)valorisation

En 2018, la collecte nette sur les fonds actions redevient négative, après un bref passage en territoire positif en 2017. Avec 21,1 milliards d'euros, ce flux sortant est le deuxième plus important de la période étudiée (depuis 2007), derrière les plus de 23 milliards d'euros observés en 2012. La décollecte a été particulièrement massive sur les mois de mars et avril, c'est-à-dire juste après l'épisode de volatilité de février (-17,3 milliards d'euros en cumulé sur ces deux mois). *A contrario*, la forte correction des marchés actions sur le dernier trimestre (-14,1 % pour le CAC entre le 1^{er} octobre et le 31 décembre) n'a pas donné lieu à des sorties importantes.

**Graphique 53 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds actions français
(en milliards d'euros)**



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

Note méthodologique : les autres variations de volume correspondent aux reclassifications, créations ou liquidations de fonds.

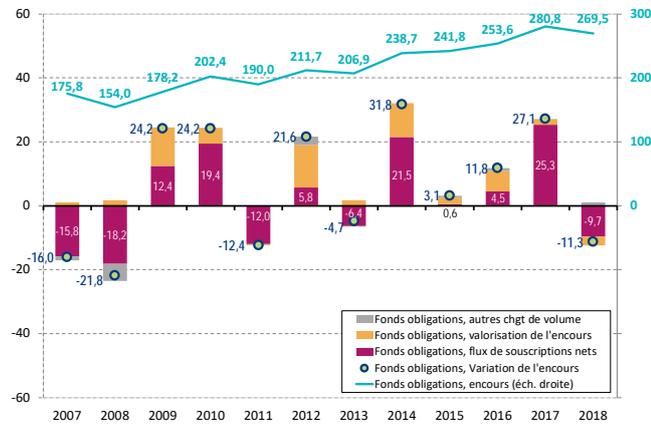
L'effet de valorisation de marché sur les douze mois de l'année est quant à lui responsable à fin décembre d'une baisse des encours de 42,7 milliards d'euros.

Avec 291,6 milliards d'euros d'encours à fin 2018, les fonds actions français enregistrent leur premier recul depuis 2011.

3.1.4.2. Des fonds obligataires en décollecte nette

Les fonds obligataires français terminent eux-aussi l'année en recul par rapport à 2017. L'encours s'établit à 269,3 milliards d'euros, soit 11,5 milliards d'euros de moins qu'un an auparavant. Cette décroissance de l'encours est principalement due à une décollecte substantielle (-9,9 milliards d'euros sur l'année, en nette opposition avec la collecte record de 25,3 milliards d'euros en 2017) qui s'est surtout concentrée sur les quatre derniers mois de l'année (6,9 milliards d'euros de flux sortant pour le seul mois de novembre).

**Graphique 54 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds obligataires français
(en milliards d'euros)**



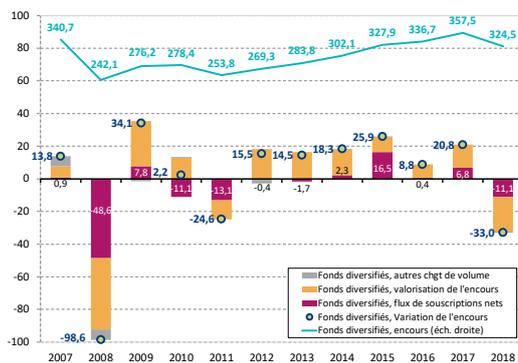
Source : Banque de France – Panorama financier des OPC, Calculs AMF

3.1.4.3. Baisse d'encours sur les fonds mixtes

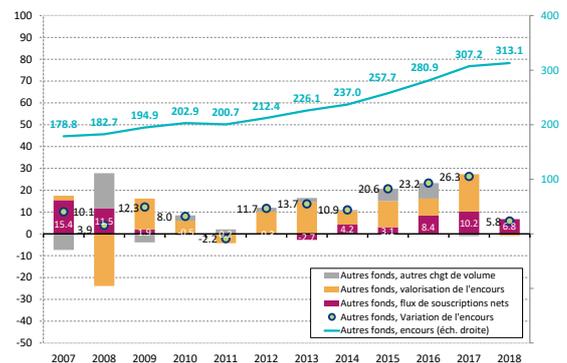
Comme les fonds actions et les fonds obligataires, les fonds mixtes ont subi l'effet cumulé d'une forte décollecte et d'une baisse de valorisation substantielle. L'encours est en recul de 33,0 milliards d'euros par rapport à l'année précédente et s'établit à fin 2018 à 324,5 milliards d'euros.

La catégorie « autre » de la Banque de France est constituée d'un ensemble disparate de fonds : elle inclut les fonds d'épargne salariale (quelle que soit leur stratégie), certains *hedge funds*¹²⁵, les fonds à formule ainsi que les fonds de capital investissement et les fonds immobiliers.

**Graphique 55 : Évolution de l'encours,
de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds mixtes français
(en milliards d'euros)**



**Graphique 56 : Évolution de l'encours,
de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds « autres » français
(en milliards d'euros)**



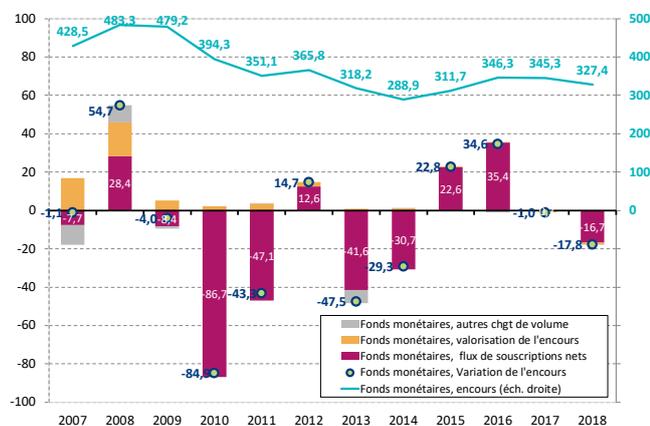
Source : Banque de France – Panorama financier des OPC, Calculs AMF

¹²⁵ Les *hedge funds* sont identifiés sur une base déclarative.

3.1.4.4. Fonds monétaires : un changement de marché qui ne s'est pas encore matérialisé

Après une année 2017 stable, les fonds monétaires ont enregistré une décollecte en 2018 (-16,7 milliards d'euros), majoritairement tirée par la décollecte des résidents français¹²⁶. À la fin de l'année 2018, l'encours des fonds monétaires français s'établissait ainsi à 327,4 milliards d'euros. Le contexte de taux d'intérêt, qui demeurent très bas, continue de peser depuis 2013 sur la rentabilité et l'attractivité des fonds monétaires, dont les performances annuelles ont atteint le point bas de -0,28 % en fin d'année 2018. Le début d'année 2019 est marqué par une stabilité de leur performance annuelle à -0,23 % en mars 2019. De plus, la mise en application du nouveau règlement européen en 2019¹²⁷ a pu créer une forme d'attentisme des investisseurs dans l'attente d'une nouvelle structure de marché.

**Graphique 57 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds monétaires français
(en milliards d'euros)**



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

De nouvelles exigences venant améliorer le suivi des risques des fonds monétaires

Le Règlement sur les fonds monétaires vient renforcer la solidité du secteur, à travers la mise en place de nouvelles contraintes en matière de diversification et d'emprise à l'actif, de gestion du risque de liquidité et de crédit¹²⁸, ainsi que d'un *reporting* trimestriel¹²⁹ et complet au régulateur. Ce *reporting* sera l'occasion de mieux surveiller ces fonds, à l'aide d'informations nouvelles sur leur portefeuille, leur appréciation de la liquidité ou du risque de crédit. L'imposition de nouvelles contraintes de connaissances de leurs investisseurs et d'anticipation de leurs mouvements de rachats et souscriptions devrait

¹²⁶ Voir Banque de France (2019), « [Panorama financier des OPC-France 2018T4](#) ». Par souci de comparabilité avec les sections précédentes, les chiffres présentés dans le Graphique 53 incluent les auto-détentions (fonds monétaires investissant dans des fonds monétaires) alors que ceux reportés dans Banque de France (2019) sont consolidés.

¹²⁷ Voir Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires, JO L 169 du 30.6.2017, p. 8–45. Pour une présentation plus en profondeur des nouvelles exigences liées au règlement, voir la cartographie des risques 2017, section 3.2. Pour une analyse de l'impact du Règlement et de l'évolution du marché européen, voir la cartographie des risques 2018, section 3.4.

¹²⁸ Les fonds devront mettre en place une évaluation interne de qualité de crédit des titres en portefeuilles et être capables d'anticiper les comportements de rachats des détenteurs du fonds. Le risque de liquidité est également encadré par la mise en place de ratios de liquidité imposant la détention d'actifs à maturité résiduelle d'un jour (au moins 7,5 % pour les VNAV, au moins 10 % pour les CNAV et LVNAV) et d'une semaine (au moins 15 % pour les VNAV, au moins 30 % pour les autres). Pour les fonds à valeur liquidative constante, le non-respect de ces ratios entraîne l'application de pénalités de sortie et de suspensions des rachats.

¹²⁹ Un dispositif dérogatoire avec remise annuelle est prévu pour les fonds dont les actifs sous gestions ne dépassent pas 100 millions d'euros.

faciliter à la diminution du risque de concentration des investisseurs, et de mouvements de rachats non anticipés.

La gestion du risque de liquidité du fonds est également complétée par des *stress-tests* réglementaires trimestriels, prenant en compte des chocs de taux, de crédit à l'actif, des rachats massifs au passif ainsi que des chocs macro-économiques. Leurs résultats devront entraîner un plan d'action en cas de vulnérabilité observée. Déjà prévues par les directives OPCVM ou AIFM (encadrant les précédents fonds monétaires)¹³⁰, la calibration de ces simulations sera désormais définie au niveau européen, en coopération avec l'ESRB, et permettra un suivi régulier et comparable. Le premier exercice sera marqué par une calibration commune avec les *stress-tests* des fonds de pension et des chambres de compensation, ce qui présente l'avantage de la cohérence et de la simplicité mais risque de ne pas permettre de traiter les risques spécifiques aux fonds monétaires. Les modèles de *stress-tests* retenus, leurs hypothèses et calibrations devront donc être réexaminés pour les exercices ultérieurs.

Sur ces deux nouvelles méthodes de suivi du risque des fonds monétaires (*reporting* et *stress-test*), les *guidelines* de l'ESMA ont été soumises à consultation et leur version finalisée devrait être disponible à l'été 2019¹³¹. Les premiers *reportings* et exercices de *stress-tests* sont prévus pour le premier trimestre 2020, avec une transmission des résultats aux régulateurs nationaux.

Le Règlement vient aussi transformer le marché des fonds monétaires existants¹³², en imposant des contraintes spécifiques aux fonds qui veulent utiliser la méthode du coût amorti, qui permet l'affichage d'une valeur constante de la part de fonds (anciens CNAV), qui doivent être désormais : soit des CNAV de dette publique (investis à hauteur de 99,5 % dans de la dette publique européenne ou de pays tiers), soit des LVNAV, des fonds hybride¹³³ « à faible volatilité »¹³⁴. À ce stade, le marché français, qui ne comportait que des fonds à valeur liquidative variable (VNAV), n'a pas encore reçu de demande d'agrément de la part de fonds à valeur liquidative constante, que ce soient des CNAV de dettes publiques ou LNAV, vraisemblablement en raison de la persistance de taux bas qui nuisent à l'attractivité de modèles de fonds monétaires à valeur liquidative constante¹³⁵. S'il est encore tôt pour analyser définitivement l'impact du Règlement sur les équilibres européens en matière de typologie des fonds, le premier trimestre 2019 est marquée par

¹³⁰ Voir Directive 2009/65/CE et Directive 2011/61/UE, qui imposent la mise en place de *stress tests* de manière régulière, néanmoins la définition des hypothèses et des variables d'intérêt demeurent à la main du gérant.

¹³¹ Voir ESMA (2019), "[Responses to the Consultation on draft guidelines on the reporting under article 37 of the MMF Regulation](#)" et "[Responses to the Consultation Paper on draft guidelines on stress test scenarios under the MMF Regulation](#)".

¹³² Jusqu'à la mise en place du nouveau règlement européen, les deux types de fonds monétaires étaient les fonds à valeur liquidative variable (VNAV) qui fluctuent quotidiennement en fonction de la valeur des titres en portefeuille et les fonds CNAV, qui affichent une valeur liquidative constante (1 \$ ou 1 €) permise par une distribution régulière des revenus et une linéarisation comptable permettant le lissage des performances dans le temps.

¹³³ Leur caractère hybride est motivé par leur possible transformation, en cas d'éloignement répété de leur valeur liquidative constante par part à leur valeur liquidative de marché (*shadow nav*), en fonds à valeur liquidative variable.

¹³⁴ Dans tous les cas, les fonds LVNAV et CNAV de dette publique doivent remplir les conditions des fonds monétaires à court terme. Les fonds à court terme ont des contraintes supplémentaires en matière d'échéance moyenne pondérée (WAM), qui doit être inférieure à 60 jours, et de durée de vie moyenne pondérée (WAL), qui doit être inférieure à 120 jours.

¹³⁵ À la différence des fonds à valeur liquidative variable, où celle-ci reflète à chaque instant la performance du fonds, qui peut être négative, les fonds à valeur liquidative constante maintiennent leur valeur par part stable. Pour maintenir cette valeur inchangée, ils distribuent à leurs investisseurs tous les revenus et plus-values nettes générés par le fonds et utilisent également des techniques comptables afin de lisser leurs performances. Cependant, en cas de baisse continue de la valeur de marché des actifs du fonds, comme cela peut être observé en période de taux bas, ils ont des difficultés à maintenir leur valeur liquidative constante.

une stabilité des encours des fonds monétaires de la zone euro (+3 % annuels selon les données de la Banque Centrale Européenne), qui bénéficient principalement aux encours luxembourgeois (+21 % annuels au T1 2019), au détriment des encours irlandais (+2 %) et surtout français (-6 % annuels).

L'analyse historique de la volatilité¹³⁶ des fonds monétaires français sur la période 2006-2017¹³⁷ conclut que la volatilité journalière annualisée des fonds monétaires français à valeur liquidative variable est globalement faible, corroborant leur adéquation avec leurs objectifs de gestion. L'analyse couvre des périodes de stress de marché (2008-2009 et 2011-2012), avec un focus particulier sur la période suivant la mise en œuvre des Orientations de l'ancien Comité des régulateurs européens de valeurs mobilières (CESR - 2011), imposant pour la première fois des contraintes en matière de maturité maximum des actifs en portefeuille, de durée de vie moyenne pondérée et d'échéance moyenne pondérée. En prenant en compte la taille des fonds, elle est inférieure à 7 points de base (pb) depuis 2010 et elle est restée inférieure à 20 pb au plus fort de la crise en 2008 pour 95 % des encours des fonds. De plus, leur volatilité reste proche de celle de l'EONIA (le taux « sans risque » européen), avec des écarts de volatilité inférieurs à 3 pb sur la période 2011-2017 pour 95 % des encours des fonds. Cette analyse confirme que le modèle de fonds à valeur liquidative variable apparaît historiquement un modèle à volatilité très faible.

3.1.4.5. Peut-on mettre en avant une relation entre les flux et la performance ?

La question de l'existence et de la quantification d'une relation liant la collecte sur un support avec sa performance est un sujet de recherche récurrent (voir par exemple Grillet-Aubert et Sow, 2009 ou encore Salakhova et Coudert, 2019). Les enjeux sont très importants : si les investisseurs sortent massivement lors des retournements de marché, cela peut déclencher des problématiques de liquidité pour le gestionnaire, qui pourrait être contraint de vendre dans l'urgence une partie significative de ses actifs afin d'honorer les rachats. Ce risque pourrait ne pas être totalement compensé par l'activation des outils de gestion de la liquidité. Pour les investisseurs de détail, une entrée à contretemps des mouvements de marché fait peser le risque d'entretenir la défiance des particuliers envers la bourse.

L'étude de la relation se heurte à plusieurs difficultés théoriques et pratiques :

- quel pas de temps choisir pour mesurer la corrélation entre flux et performances ? les investisseurs réagissent-ils aux fluctuations quotidiennes, mensuelles ou trimestrielles ? L'agrégation temporelle des flux nets peut dissimuler des mouvements très brusques de réallocation de l'investissement entre deux dates d'observation¹³⁸ ;
- la réaction d'une variable à la variation de l'autre est-elle instantanée ou décalée dans le temps ? Les investisseurs réagissent-ils aux niveaux actuels de valorisation, aux valorisations passées, ou à leurs anticipations de valorisation future ?
- la détermination du lien causal entre flux et performances s'avère très ardue : les flux sont-ils induits par les performances, ou bien plutôt faut-il considérer que l'augmentation de la demande pour un type de fonds est la cause de

Il faut être très prudent lorsqu'on cherche à établir une relation statistique entre flux et performances

¹³⁶ La volatilité donne une indication de la dispersion des rendements du fonds autour de la moyenne de ses rendements, c'est-à-dire l'écart-type des variations des rendements sur une période donnée.

¹³⁷ K. Benhami, C. Le Moign (2018), « [Étude de la volatilité des fonds monétaires français](#) », Autorité des Marchés Financiers, octobre.

¹³⁸ On rappelle à ce sujet que la plupart des fonds ouverts offrent en temps normal une liquidité quotidienne à leurs porteurs de parts, ce qui signifie que les clients peuvent demander le remboursement de leur investissement à la valeur du jour.

l'appréciation de sa valeur ? On pourrait encore imaginer que les flux et la performance sont simultanément causés par une troisième variable, par exemple la reprise économique (hausse simultanée de la bourse et du revenu disponible et donc des flux d'épargne) ;

- les différentes catégories de fonds sont bien entendu en concurrence pour capter les flux d'épargne. Il conviendrait donc de prendre en compte la rentabilité des placements alternatifs (des autres types de fonds) dans l'analyse flux-performances ;
- les différents types d'investisseurs (particuliers, institutionnels) n'ont pas forcément les mêmes comportements, et la collecte agrégée renvoie potentiellement à un comportement moyen non informatif.

Dans l'idéal, une telle analyse devrait utiliser des données individuelles de fonds, à une fréquence élevée (journalière), en distinguant les souscriptions et les rachats (flux bruts plutôt que nets). Elle nécessite aussi l'utilisation de techniques économétriques sophistiquées pour identifier le sens de la relation causale.

Malgré ses limites, nous proposons ici une étude rudimentaire des corrélations entre flux et performances, sur la base des données mensuelles agrégées par grandes catégories de fonds (monétaire, actions, obligations, mixtes) telles que fournies par la Banque de France¹³⁹.

On étudiera dans un premier temps les coefficients de corrélation entre valorisation et collecte pour chaque catégorie de fonds séparément, ainsi que l'autocorrélation des séries de valorisation. On présentera ensuite les résultats d'une analyse multivariée (sans aborder la question de la causalité). Enfin, on décrira la corrélation entre les collectes enregistrées sur les différents types de fonds afin d'étudier une éventuelle substitution entre eux.

Tableau 3 : Coefficients de corrélation entre paires de variables (r de Pearson)

	Monétaires		Actions		Obligations		Diversifiés	
	Collecte (t)	Valo (t-3)	Collecte (t)	Valo (t-3)	Collecte (t)	Valo (t-3)	Collecte (t)	Valo (t-3)
Valo (t-3)	0,1053 <i>0,1937</i>		0,1738 <i>0,0311</i>		0,1073 <i>0,1854</i>		0,1682 <i>0,0371</i>	
Valo (t-2)	0,0613 <i>0,4483</i>	0,9832 <i>0,0000</i>	0,0246 <i>0,7612</i>	0,1476 <i>0,0677</i>	0,0337 <i>0,6773</i>	0,0867 <i>0,2850</i>	0,2318 <i>0,0037</i>	0,1391 <i>0,0854</i>
Valo (t-1)	0,0587 <i>0,4670</i>	0,9721 <i>0,0000</i>	0,1497 <i>0,0622</i>	-0,0150 <i>0,8535</i>	0,1265 <i>0,1156</i>	0,0379 <i>0,6405</i>	0,3766 <i>0,0000</i>	0,0216 <i>0,7898</i>
Valo (t)	0,0889 <i>0,2680</i>	0,9597 <i>0,0000</i>	0,1779 <i>0,0258</i>	0,0377 <i>0,6426</i>	0,2809 <i>0,0004</i>	0,0359 <i>0,6586</i>	0,2117 <i>0,0078</i>	0,0252 <i>0,7564</i>
Valo (t+1)	0,0485 <i>0,5479</i>	0,9388 <i>0,0000</i>	-0,0165 <i>0,8378</i>	0,1330 <i>0,1012</i>	-0,0769 <i>0,3400</i>	-0,0785 <i>0,3345</i>	0,1265 <i>0,1156</i>	0,0972 <i>0,2320</i>
Valo (t+2)	0,0533 <i>0,5099</i>	0,9178 <i>0,0000</i>	0,0388 <i>0,6321</i>	0,0450 <i>0,5820</i>	0,0394 <i>0,6264</i>	-0,0176 <i>0,8300</i>	0,2454 <i>0,0021</i>	0,0176 <i>0,8292</i>
Valo (t+3)	0,0816 <i>0,3143</i>	0,9008 <i>0,0000</i>	0,0881 <i>0,2770</i>	-0,0711 <i>0,3856</i>	0,1038 <i>0,2000</i>	0,0736 <i>0,3694</i>	0,0726 <i>0,3710</i>	-0,0492 <i>0,5486</i>

Note de lecture : Pour chaque type de fonds, on étudie la corrélation entre la collecte nette et la variation de valorisation du mois en cours, mais aussi des trois mois précédents et suivants (colonne de gauche). On calcule aussi l'auto-corrélation de la valorisation jusqu'à 6 mois d'intervalle (colonne de droite). Les p-valeurs (niveau de significativité) sont indiquées en italique sous le coefficient. Le code couleur facilite la lecture : les coefficients significatifs au seuil de 5 % sont en vert, ceux qui sont significatifs au seuil de 10 % sont en orange, et ceux qui ne sont pas significatifs sont en rouge.

Le Tableau 3 met en lumière une corrélation entre les flux de collecte et la valorisation contemporaine pour les fonds actions, obligations et diversifiés. Pour les premiers et les derniers, les changements de valorisation des périodes précédentes sont parfois corrélés significativement (mais on constate en parallèle une légère autocorrélation des

¹³⁹ La fréquence mensuelle est la plus fine dont nous disposons. Une analyse similaire a toutefois été réalisée sur la version trimestrielle de la base, avec des résultats assez proches de ceux présentés dans cette section.

valorisations). Concernant les fonds monétaires, les effets valorisations mensuels sont très fortement auto-corrélés, et on ne relève aucune corrélation entre collecte et valorisation. Pour tenter d’aller plus loin dans l’analyse, on propose ci-dessous des tableaux de régression dans lesquels on introduit jusqu’à deux retards de l’effet valorisation. Pour les fonds monétaires, la très forte auto-corrélation de la valorisation rend totalement fallacieuses les régressions multivariées (les deux dernières colonnes du bloc « OPC monétaires » dans le Tableau 4 sont sans objet).

Les fonds actions enregistrent une décollecte tendancielle sur la période (la constante de régression est négative et significative). On observe une corrélation positive entre les flux et la performance contemporaine, relativement robuste à l’inclusion de retards, mais de magnitude faible : un euro de revalorisation supplémentaire de l’encours est associé à une collecte additionnelle de 3 centimes. Par ailleurs, le pouvoir explicatif de cette relation est très limité (R^2 inférieur à 5 %).

La relation est plus forte pour les fonds obligataires et diversifiés, et les retards semblent jouer un rôle plus important. On note d’ailleurs que l’effet valorisation des deux mois précédents est plus important que l’effet contemporain pour les fonds diversifiés, laissant présager d’une relation plus complexe et d’une plus grande inertie.

Tableau 4 : Régressions de la collecte sur les changements de valorisation jusqu’à deux mois avant

	OPC Monétaires				OPC Actions			
Valo (t)	2,3720 (0,26)		24.51** (0,02)	24.55** (0,01)	0.0369** (0,04)		0.0324* (0,07)	0.0314* (0,08)
Valo (t-1)		1,5680 (0,46)	-22.55** (0,03)	-22,1800 (0,14)		0.0310* (0,08)	0,0266 (0,14)	0,0253 (0,17)
Valo (t-2)				-0,4180 (0,97)				0,0028 (0,88)
Constante	-1,7870 (0,22)	-1,5110 (0,30)	-1,5360 (0,29)	-1,5340 (0,30)	-0.443** (0,01)	-0.458** (0,01)	-0.476*** (0,01)	-0.500*** (0,01)
Observations	157	156	156	155	157	156	156	155
R-squared	0,008	0,003	0,031	0,031	0,032	0,022	0,047	0,044

	OPC Obligations				OPC Diversifiés			
Valo (t)	0.771*** (0,00)		0.742*** (0,00)	0.750*** (0,00)	0.153** (0,03)		0.116* (0,07)	0.114* (0,08)
Valo (t-1)		0.346* (0,06)	0.281* (0,09)	0,2750 (0,10)		0.268*** (0,00)	0.253*** (0,00)	0.234*** (0,00)
Valo (t-2)				0,0405 (0,85)				0.136*** (0,01)
Constante	0,0183 (0,94)	0,1520 (0,56)	-0,0906 (0,71)	-0,1130 (0,66)	-0,1500 (0,53)	-0,2500 (0,27)	-0,3000 (0,19)	-0.386* (0,09)
Observations	157	156	156	155	157	156	156	155
R-squared	0,079	0,016	0,089	0,09	0,045	0,142	0,168	0,204

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Note de lecture : Les p-valeurs (niveau de significativité) sont indiquées entre parenthèses sous le coefficient.

En dernier lieu, on peut analyser sommairement des corrélations entre les flux mensuels de collecte nette sur les différents supports pour identifier d’éventuels schémas d’arbitrage entre les différentes classes de fonds. On remarque que les coefficients de corrélation de Pearson sont toujours positifs, et souvent significatifs, ce qui implique que dans l’ensemble, une augmentation de la collecte sur un type de fonds est associée à une augmentation de la collecte sur les autres types de fonds. Cela tendrait à réfuter l’idée d’une substitution entre différentes catégories de fonds français. Il convient sans doute de s’interroger plutôt sur une éventuelle substitution entre fonds de droit français et fonds de droit étranger, ou encore entre actifs financiers et actifs non financiers.

**Tableau 5 : Coefficients de corrélation entre paires de variables (r de Pearson)
Niveaux de collecte nette mensuelle sur les différentes classes de fonds**

	Monétaires	Actions	Obligations
Actions	0,0396 <i>0,6223</i>		
Obligations	0,2368 <i>0,0028</i>	0,1121 <i>0,1623</i>	
Diversifiés	0,1571 <i>0,0494</i>	0,1890 <i>0,0177</i>	0,1823 <i>0,0223</i>

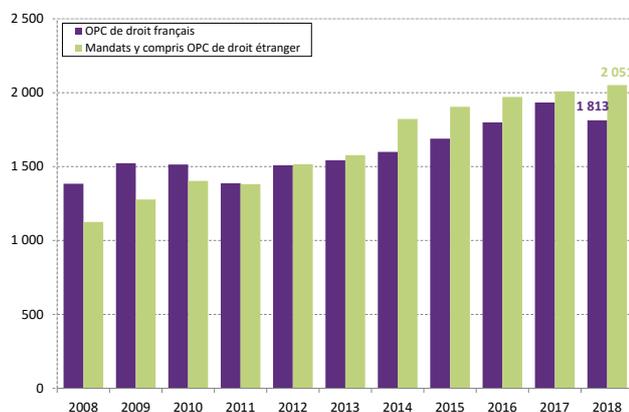
Note de lecture : Les p-valeurs (niveau de significativité) sont indiquées en italique sous le coefficient. Le code couleur facilite la lecture : les coefficients significatifs au seuil de 5 % sont en vert, ceux qui sont significatifs au seuil de 10 % sont en orange, et ceux qui ne sont pas significatifs sont en rouge.

3.1.5. La gestion sous mandat française reste dynamique

Les encours de gestion sous mandat française ont continué de croître en 2018

La gestion collective, étudiée précédemment ne représente qu'une partie de l'activité de gestion d'actifs. Les prestataires de services d'investissement (PSI) et les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) peuvent en effet proposer à leurs clients (institutionnels et particuliers fortunés) des services de gestion sous mandat. En signant un mandat de gestion, l'investisseur donne pouvoir à son mandataire de gérer son portefeuille d'instruments financiers pour son compte, en fonction de ses objectifs et de sa situation. L'Association française de la gestion financière (AFG) estime à fin 2018 l'encours de la gestion sous-mandat française à 2 051 milliards d'euros, soit une hausse de 2,1 % par rapport à l'année précédente.

**Graphique 58 : Évolution de l'encours de la gestion collective et de la gestion sous mandat français
(en milliards d'euros)**



Source : Association française de la gestion financière (AFG)

3.2. L'ESSOR DES VÉHICULES DE FINANCEMENT PRIVÉS ET DE DETTE

3.2.1. Développement de la *private finance*

Les fonds de financement privés : un périmètre à préciser...

Croisant plusieurs critères, la *private finance* désigne de façon générale¹⁴⁰ des véhicules :

¹⁴⁰ Les médias citent des analyses – par exemple du cabinet McKinsey, du CFA, de Morgan Stanley Oliver Wyman – fondées surtout sur des données de marché (Preqin, Dealogic, Pitchbook, etc.) et des agences de notation.

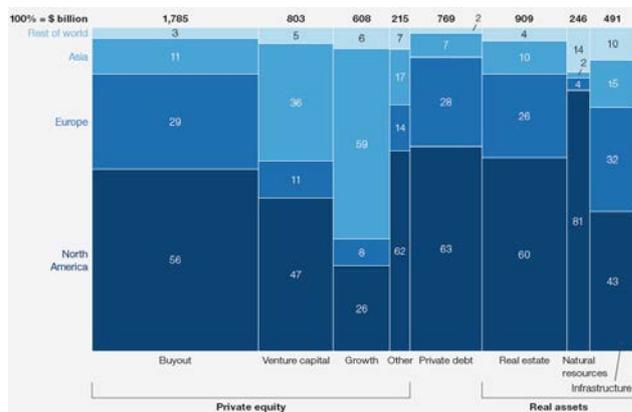
- avant tout destinés aux **investisseurs institutionnels**, en particulier des sociétés d'assurance et des fonds de pension ;
- typiquement de *private equity* ou *private debt* investissant en **actifs peu liquides** (actions, titres de dette non cotés¹⁴¹, immobilier, infrastructures, ressources naturelles). Ils se distinguent ici des stratégies de gestion alternative (*hedge funds*) ;
- **fermés** (e.g. avec un horizon de 5 à 10 ans)¹⁴² ;
- souvent créés **dans le cadre d'opérations de marché** (fusions-acquisitions, LBO, etc.).

...mais des encours de
financement mondiaux
importants

À l'instar des *hedge funds* (cf. 3.3.4), ils désignent avant tout des usages de marché ou régimes nationaux spécifiques¹⁴³. Les encours gérés par ces fonds sont toutefois importants et ont crû fortement ces dernières années¹⁴⁴. La firme McKinsey évalue sur la base de données de Preqin, le financement mondial par ce type de fonds à 5 230 milliards de dollars en 2018 (Graphique 59), à comparer, par exemple, à l'encours mondial de fonds ouverts de 50 370 milliards de dollars (23 640 en Amériques, 16 478 en Europe¹⁴⁵), ou des *hedge funds* de près de 3 000 milliards de dollars¹⁴⁶, ou encore de 4 700 milliards de dollars¹⁴⁷ des ETF.

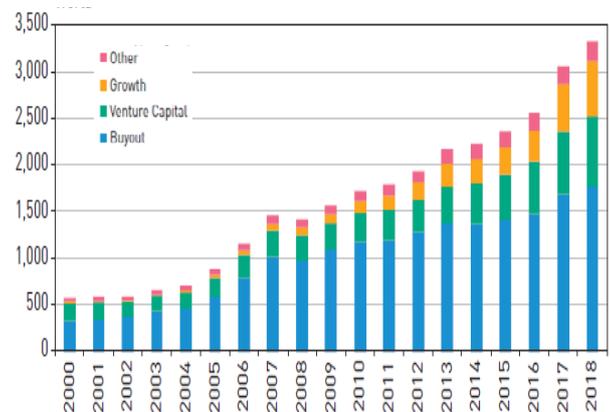
Encours de fonds de gestion d'actifs privés (milliards de dollars)

Graphique 59 : Décomposition par type de fonds en 2018
(milliards de dollars)



Source : Preqin, McKinsey

Graphique 60 : Encours mondiaux de *private equity*
(milliards de dollars)



Source : Preqin, CFA

¹⁴¹ Cette section, centrée sur les fonds, ne traite pas des incitations relatives des émetteurs à recourir aux instruments de financement privés et publics. Ce point abordé par [CFA \(2018\)](#) est traité au chapitre 1.

¹⁴² Leur statut juridique les distingue des OPCVM ou FIA ouverts. Cf. description ci-après des fonds de *private equity*, notamment en Encadré 5 et en Annexe 3 du rapport de consultation d'[IOSCO \(2010\)](#).

¹⁴³ En France, notamment les FCPI (Fonds Commun de Placement dans l'Innovation), FCPR (Fonds Communs de Placement à Risque), FIP (Fonds d'Investissement de Proximité) ou FPCI (Fonds Professionnels de Capital-Investissement) et les Sociétés de Libre partenariat (SLP), une forme de Fonds Professionnels Spécialisés (FPS).

¹⁴⁴ Ce qui suit s'appuie donc sur les sources d'information de marché disponibles, et des analyses de consultants et stratégestes accompagnant l'innovation des marchés.

¹⁴⁵ Source : [EFAMA](#) (respectivement 20,6 et 14,4 mille milliards d'euros).

¹⁴⁶ 3 100 milliards de dollars selon [HFR](#) ; 2 900 selon [BarclayHedge](#) qui comptabilise séparément 400 milliards de fonds de *managed futures* et de CTA.

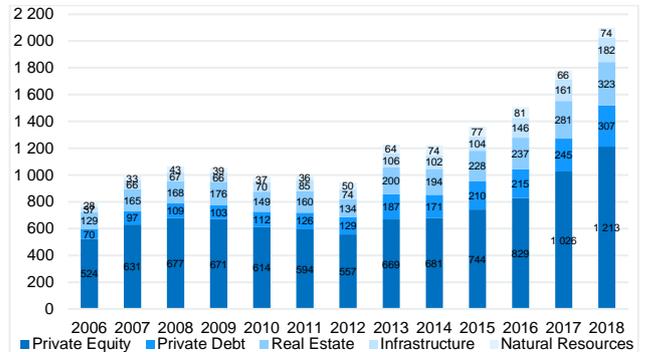
¹⁴⁷ Source : [Lyxor Asset Management](#).

Graphique 61 : Historique des encours en zone euro
(milliards de dollars)



Source : Preqin, [CFA](#)

Graphique 62 : Private equity – montant global des liquidités à investir (dry powder)
(2018, milliards de dollars)



Source : Preqin, AMF

Les fonds de dette sont en forte croissance...

La croissance observée a particulièrement bénéficié du développement récent des marchés de dette privée (*private debt*)¹⁴⁸. Les encours globaux des fonds de dette privée, quasi-inexistants il y a deux décennies et encore peu développés avant la crise financière, ont plus que triplé depuis pour atteindre 769 milliards de dollars en 2018 (Graphique 59). Géographiquement, les encours sont concentrés surtout aux Etats-Unis (484 milliards de dollars), secondairement en Europe (215 milliards d'euros¹⁴⁹).

...et le private equity concentre la majeure partie des encours

Par les encours concernés, la croissance des financements privés reflète cependant avant tout celle du *private equity* (3 411 milliards de dollars)¹⁵⁰, en particulier du LBO, et surtout aux Etats-Unis (1 668 milliards de dollars d'encours ; 685 en Europe ; 180 en zone euro (Graphique 59 et Graphique 61). Quoiqu'en retrait de 24 % par rapport à 2017 (à 432 milliards de dollars), les fonds levés dans le monde ont encore accru en 2018 le montant des encours sous gestion. Ils traduisent en particulier (Tableau 6), les taux d'intérêt restant bas, une recherche de rendement d'investisseurs institutionnels. Aussi, le montant de liquidités disponibles à investir (*dry powder*) a-t-il crû à 1 213 milliards de dollars début 2019 (Graphique 62), ce qui, malgré des multiples de valorisation des sociétés cibles historiquement élevés, est de nature à exercer une pression à la hausse sur les prix d'acquisition (Graphique 64).

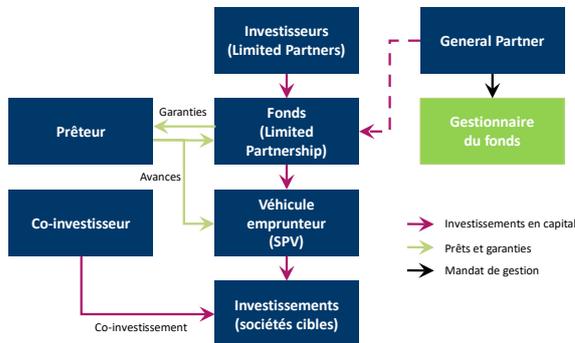
LBO : la « dry powder » est de nature à exercer une pression sur les prix d'actifs

¹⁴⁸ Voir [De Fontenay \(2017\)](#) pour une description de l'évolution juridique aux États-Unis.

¹⁴⁹ Selon la [2^{ème} enquête de France Invest et Deloitte](#) sur l'activité des fonds de dette privée en France, en 2018 « 37 % des transactions ont été réalisées au Royaume-Uni, 26 % en France et 11 % en Allemagne ».

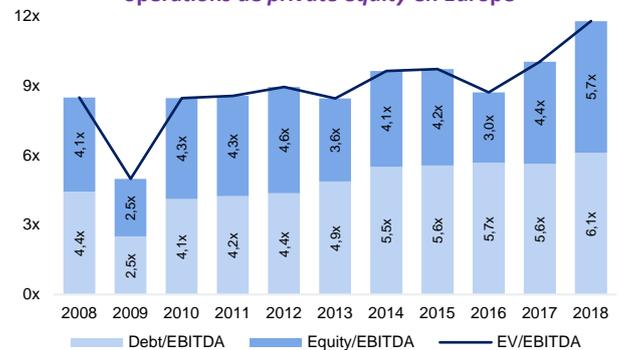
¹⁵⁰ Les sociétés de gestion peuvent être incitées à gérer à la fois des fonds de *private debt* et de *private equity* ([Liebscher, Mähmann \(2017\)](#)). En France, l'[Instruction AMF 2012-19](#) du 24/01/19 précise les règles de gestion de conflits d'intérêt des « interventions sur le non coté, à la fois en dette et en equity, sur un même émetteur ».

Graphique 63 : Schéma d'un fonds de *Leveraged BuyOut*



Source : AMF sur la base de British Venture Capital Association

Graphique 64 : Multiples de valorisation des opérations de *private equity* en Europe



Source : Morningstar PitchBook, AMF

Encadré 5 : Types de fonds de *private equity* et structure des fonds de *Leveraged BuyOut* (LBO)

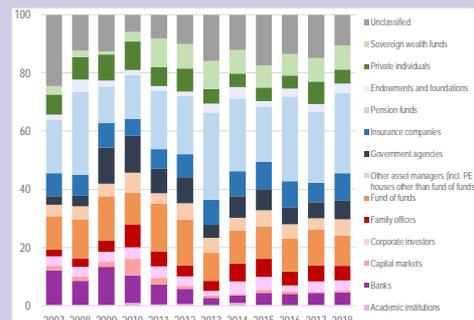
Parmi les fonds de *private equity*, les fonds de capital-investissement (*venture capital*, 803 milliards de dollars à l'échelle mondiale) financent la croissance initiale des entreprises. Un segment intermédiaire (*growth*) finance, surtout en Asie qui compte pour 59 % de l'encours mondial de 608 milliards de dollars, des stades de croissance des entreprises intermédiaires. Les fonds de LBO concentrent des encours élevés (1.785 milliards de dollars) relatifs à des opérations de grande taille finançant des stades de croissance des firmes plus avancés. Visant à acquérir des parts significatives du capital (non-coté) des sociétés cibles, les fonds de LBO prennent souvent (Graphique 63) la forme de sociétés en commandite de type anglo-saxon (*Limited Partnership*) dont les investisseurs (*Limited Partners*) délèguent la gestion à un gérant (*General Partner*). Créé en 2015, le régime des Sociétés de Libre Partenariat (SLP), au sein de la catégorie des Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) est analogue en droit français¹⁵¹. L'horizon d'investissement est en général de 5 à 10 ans, mais celui des investisseurs est plus long lorsqu'ils réinvestissent dans de nouveaux fonds. Pour des raisons fiscales ou pour obtenir du levier, l'investissement du fonds est en général intermédiaire par des véhicules (*Special Purpose Vehicles*). Le rendement est alors assis sur la capacité des gérants à influencer sur la gestion des sociétés cibles et le cas échéant sur l'effet de levier obtenu par émission de dette des sociétés cibles et/ou des SPV créés à cet effet¹⁵² (Graphique 63).

Tableau 6 : - Indicateurs d'activité du *private equity* en Europe et en France (milliards d'euros (var. ann. en %), 2018)

• Activité en Europe	
Fonds levés	97,3 (+0,7 %) / LBO: 66,6 (-8,4 %)
Fonds investis	58,4 (+5,9 %)
Désinvestissements	22,4 (-34,0)
Valor. (PitchBook)	11,8x EBITDA (Graphique 18)
• Activité en France	
- Véhicules (FIA) agréés	
Fonds ouverts aux investisseurs non prof. (FCPR, FCPI, FIP)	
Encours : 7,2	Nombre de fonds : 723
Fond Professionnels de Capital Investissement (FPCI)	
Encours : 65,4	Nombre de fonds : 903
- Capital investissement	
Fonds levés	18,7 (+13,3 %)
Fonds investis	14,7 (+2,8 %)
Désinvestissements	9,8 (+2,1 %)

Sources : Europe : Invest Europe ; France : Fonds d'investissement Alternatifs agréés : AMF ; capital investissement : France Invest

Graphique 65 : Fonds levés par le *private equity* en Europe par type d'investisseur



Source : Invest Europe, AMF

¹⁵¹ Cf. [dossier thématique de l'AMF du 11 janvier 2016](#). 158 SLP ont été déclarées à l'AMF depuis la mise en place du régime en octobre 2015. On note une accélération en 2018, avec 76 déclarations de nouveaux fonds. En 2019, on comptabilise 18 créations au 14 mai 2019.

¹⁵² Compris dans le résidu statistique des secteurs *Financial auxiliaries* (S.126) et *Captive financial institutions et money lenders* (S.127) de comptabilité nationale, les SPV sont mal identifiés au niveau agrégé. Des travaux sont initiés par l'[ESRB \(2017\)](#) et ses membres. Sur l'Irlande et les Pays-Bas cf. [BIS \(2016\)](#) ; sur le Luxembourg cf. [CSSF \(2017\)](#).

Plusieurs enjeux de supervision sont liés au développement des fonds de financements privés. En France, les encours des fonds de *private equity* (72,6 milliards d’euros à fin 2018) et ceux des fonds de dette¹⁵³ restent modestes par rapport aux pays anglo-saxons. De plus, la part des opérations de *venture capital*, locales et de petite taille, est relativement élevée. Cependant, l’essor, notamment des fonds de dette, devrait se prolonger sous l’effet de facteurs structurels et cycliques. Structurellement, un cadre favorable aux financements de marché de long terme a été instauré en Europe¹⁵⁴. En témoigne, en France, la modernisation du régime des organismes de financement¹⁵⁵. Eu égard au cycle financier, le prolongement ou la fin des politiques monétaires accommodantes pourrait révéler des prises de risques excessives au regard des objectifs des autorités compétentes¹⁵⁶ en matière de protection des investisseurs ou de stabilité financière. Ces tendances interrogent donc les superviseurs financiers sur les moyens nécessaires pour suivre les évolutions et risques de ces marchés, notamment pour consolider la base d’information pertinente, qu’il s’agisse des données utiles aux quantifications, d’améliorer l’identification des investisseurs finaux ou de caractériser les montages juridiques parfois complexes¹⁵⁷ pouvant allonger les chaînes d’intermédiation.

3.2.2. Les risques liés à la finance à effet de levier

3.2.2.1. Des activités mal définies mais par nature risquées...

La finance à effet de levier (*leveraged finance*) désigne des instruments de dette destinés à financer des entreprises non-financières déjà très largement endettées et présentant de ce fait un risque de défaut plus important. Elle est fréquemment utilisée dans les opérations de croissance externe via l’endettement (*leveraged buyouts*, ou LBO), de fusion acquisition, de distribution de capital, ou encore pour refinancer de précédents emprunts ayant eu la même finalité.

Aucune définition précise ne fait consensus au niveau international¹⁵⁸.

¹⁵³ Les fonds de dette peuvent désigner différents types d’organismes français pouvant acquérir des instruments d’endettement. Pour les FPCI, FPS, Organismes de Financement Spécialisés (OFS), Organismes de Titrisation (OT), il peut s’agir de créances issues de prêts (octroyés ou acquis). Pour un champ d’OPCVM plus large, il peut s’agir d’obligations *high yield*, dans le cadre des règles de gestion des risques applicables (diversification, etc.). Selon France Invest-Deloitte, les fonds de dette géraient 7,0 milliards d’euros d’investissement en France en 2018 (+16 %). La dette uni-tranche, spécifique au financement de LBO, représentait 62 % des montants investis en 2018.

¹⁵⁴ Cf. revue des mesures adoptées par le [Plan d’Action de l’Union des Marchés de Capitaux](#) européen.

¹⁵⁵ La loi de finances de 2015 crée pour les FPCI, FPS et OT la possibilité de prêter, les conditions d’octroi de prêts des fonds (FPCI, FPS) aux entreprises étant précisées par décrets du 24/11/16. La Loi Sapin 2 habilitant à moderniser les OT, les Organismes de Financement Spécialisés (OFS), véhicules spécifiques à la gestion de fonds de dettes, sont créés par ordonnance du 04/10/17. Les décrets du 19/11/18 précisent les textes d’application de la réforme des OFS et le Règlement Général de l’AMF (T1 2019) les règles applicables aux OFS et l’adaptation du régime des OT. Il stipule notamment leur capacité à octroyer des prêts directement sans recourir à une banque.

¹⁵⁶ Les risques d’un potentiel excès d’endettement des sociétés non financières sont traités au chapitre. 1 ; les implications pour la gestion d’actifs plus spécifiquement en section suivante.

¹⁵⁷ NB : la domiciliation des entités (en particulier des SPV) ne reflète pas nécessairement celle des activités économiques. D’autre part, les flux financiers et activités transnationaux restent imparfaitement mesurés.

¹⁵⁸ Par exemple, la définition de *leverage loan* par l’[Office of the Comptroller of the Currency américain \(2008\)](#) est assez vague : “*The OCC broadly considers a leveraged loan to be a transaction where the borrower’s post-financing leverage, when measured by debt-to-assets, debt-to equity, cash flow-to-total debt, or other such standards unique to particular industries, significantly exceeds industry norms for leverage.*” (p.3)

[BCE \(2017\)](#) définit pour sa part une “*leveraged transaction*” comme :

“*any transaction that meets at least one of the conditions below:*

- (1) *all types of loan or credit exposure where the borrower’s post-financing level of leverage exceeds a Total Debt to EBITDA ratio of 4.0 times ;*
- (2) *all types of loan or credit exposures where the borrower is owned by one or more financial sponsors.*” (p.4).

On trouve généralement dans le périmètre de la *leveraged finance* les actifs suivants :

- les obligations à haut rendement (*high yield*, c'est-à-dire dont la qualité de crédit se situe en-deçà du niveau *investment grade*)¹⁵⁹ ;
- les prêts à effet de levier (*leveraged loans*, i.e. des prêts accordés à des entreprises déjà très endettées ou possédées par des fonds de *private equity*¹⁶⁰) ; et
- les produits issus de la titrisation de ces prêts (les *Collateralized Loan Obligations*, ou CLO).

La persistance d'un environnement de taux d'intérêt bas a contribué au développement de la finance à effet de levier : côté demande de financement, elle a poussé les entreprises à recourir au levier d'endettement. Côté offre de financement, elle a incité les investisseurs en recherche de rendement à accroître leur exposition à des actifs de qualité moindre. Dans l'immédiat après-crise, le dynamisme de la *leveraged finance* a été porté par le marché des obligations *high yield*, mais les prêts à effet de levier et les CLO ont depuis pris le relais.

La *leverage finance* implique généralement de longues chaînes d'intermédiation faisant intervenir, via des structures juridiques variées, différentes catégories d'acteurs de marché : les institutions bancaires, les intermédiaires non-bancaires, les investisseurs institutionnels et les investisseurs particuliers. Des montages complexes et opaques reflètent des incitations à accroître l'endettement et le risque. Dans le cadre des opérations de LBO par exemple, une *holding* prend le contrôle d'une société cible en finançant son acquisition par l'émission d'une dette dont le remboursement sera assuré par les revenus dégagés par la cible. Pour dégager la rentabilité des capitaux nécessaire, la cible devra elle-même avoir recours à de la dette à effet de levier. Pour réduire encore l'immobilisation des capitaux propres, il est possible de mettre en place des cascades de prise de contrôle via des *holdings* endettées, ce qui démultiplie le recours au levier. Les *holdings* à l'origine du LBO sont souvent détenues par les propriétaires des sociétés cibles ou par des fonds de *private equity*.

Les CLO quant à eux font intervenir des structures complexes de gestion et de transfert du risque, dans la mesure où ils requièrent un suivi actif de nombreux prêts individuels. Les tranches les plus sûres, à rendement plus faible, sont généralement attribuées aux investisseurs institutionnels, alors que les tranches plus risquées sont achetées par des fonds (y compris des ETF).¹⁶¹

La finance à effet de levier encourage une prise de risque excessive des émetteurs SNF. L'abondance de financement bon marché n'incite pas à faire le tri entre les bons projets et les moins bons. Or, la soutenabilité et le refinancement de la dette *corporate* pourraient être fortement compromis par la fin des politiques monétaires accommodantes ou par un choc macroéconomique : le refinancement simultané de multiples emprunteurs à l'échéance des crédits et dans des conditions de marchés dégradées pourrait s'avérer très difficile et conduire à de nombreux défauts.

L'allègement des garanties contractuelles offertes aux prêteurs (emprunts dits *covenant-lite* ou *cov-lite*¹⁶²) et complaisance bienveillante sur l'estimation des ratios de levier (*add-*

¹⁵⁹ Notons que le niveau d'endettement n'est qu'un des multiples facteurs entrant en ligne de compte dans l'évaluation des agences de notation. Toutes les obligations *high yield* ne sont donc pas nécessairement émises par des sociétés très endettées.

¹⁶⁰ On reprend ici le (2) de la définition de la BCE reproduite à la note de bas de page précédente.

¹⁶¹ La [Banque d'Angleterre \(2018\) propose une appréciation qualitative dans le graphique F.8 p.45.](#)

¹⁶² La [Banque d'Angleterre \(2018\)](#) note que les emprunts *cov-lite* représentaient en 2018 plus de 60 % des nouvelles émissions de prêts à effet de levier au niveau mondial (p.43).

backs) sont une matérialisation indéniable de la prise de risque excessive des investisseurs.

En dépit de l'imprécision des quantifications agrégées, de nombreuses institutions nationales et internationales ont exprimé, depuis 2018, leurs inquiétudes devant l'ampleur du phénomène¹⁶³.

3.2.2.2. ... et difficiles à appréhender

À l'heure actuelle, on estime l'encours mondial de finance à effet de levier à près de 3 000 milliards d'euros¹⁶⁴, mais cette évaluation est très imprécise¹⁶⁵. Elle dépend en particulier de la définition retenue pour la *leveraged finance* (en termes de critère de notation des titres ou de seuil pour le ratio d'endettement des emprunteurs – au moment de l'émission mais aussi au cours de vie de l'emprunt), du périmètre couvert (taille minimale de transaction), et de la source des données (absence de base publique consolidée). En 2018 aux États-Unis, on estimait l'encours des prêts à effet de levier à 1 200 milliards de dollars (dont la moitié sous la forme titrisée de CLO) et l'encours d'obligations *high yield* atteignait la même valeur¹⁶⁶. Selon Bloomberg, l'encours de *leverage finance* en Europe atteindrait 875 milliards d'euros à fin 2018.

On ne peut pas décrire la finance à effet de levier dans son ensemble sans croiser des bases de données aux sources multiples, et qui ne sont pas toujours interoperables. Il est ainsi nécessaire de recouper les *reportings* officiels remis aux autorités de surveillance (banques, marchés, assurances – tant au niveau national qu'international) avec les données complémentaires des agences de notation, consultants, ou rediffuseurs privés. L'absence d'identification précise et harmonisée des actifs sous-jacents (pour les prêts privés) voire des actifs titrisés (tous les CLO ne sont pas identifiés par un code ISIN), associée à la marge d'interprétation concernant la définition de la finance à effet de levier (et l'inhomogénéité des définitions effectivement retenues par les analystes) explique la grande variabilité des estimations fournies.

Dans la mesure où plusieurs types d'intermédiaires financiers prennent part à la finance à effet de levier (crédeurs, organismes réalisant la structuration, intermédiaires de marché, investisseurs), il est essentiel de développer des cadres réglementaires homogènes d'une juridiction à l'autre et d'un secteur à l'autre (ces règles doivent couvrir l'origination des prêts et la titrisation des créances, mais aussi l'éligibilité des actifs pour différentes catégories d'investisseurs).

3.2.2.3. En France, l'exposition des fonds à la leveraged finance est limitée

Dans le cadre des travaux du HCSF, l'AMF a estimé l'exposition des fonds de droit français à la finance à effet de levier en se concentrant exclusivement sur les titres identifiables par leur code ISIN¹⁶⁷.

¹⁶³ [Bank for International Settlements \(2018\)](#), [International Monetary Fund \(2018\)](#), [Financial Stability Board \(2017\)](#), [U.S. Federal Reserve Board \(2018\)](#), [ECB \(2018\)](#), [Bank of England \(2018\)](#), [U.S. Office for Financial Research \(2018\)](#).

¹⁶⁴ À titre de comparaison, la [Banque d'Angleterre](#) rappelle que l'encours de crédits immobiliers *sub-prime* aux États-Unis s'élevait en 2006 à 1 100 milliards de dollars (p.47).

¹⁶⁵ Elle additionne en effet une estimation de *Fitch Ratings* sur le marché américain pour 2017 et des chiffres de Moody's sur la région Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA) de 2018.

¹⁶⁶ Sources: *Fitch Ratings* (mai 2018) ; Goldman Sachs pour les CLO (Dec. 2018).

¹⁶⁷ Le code ISIN (*international securities identification number*) permet l'identification précise (unicité du code au niveau international) d'une valeur mobilière. Il est instauré par la norme ISO 6166 de l'Organisation internationale de normalisation. Certains actifs financiers ne sont pas isinés. C'est en particulier le cas lorsqu'ils ne sont pas suffisamment standardisés (e.g. des prêts individuels) ou lorsqu'ils n'ont pas nécessairement vocation à être échangés à l'international (e.g. les fonds français d'épargne salariale). Lorsqu'un titre n'est pas

L'AMF a exploité une base de données granulaire décrivant le portefeuille des fonds français à fin 2018 (fonds par fonds et titre par titre), et a croisé ces informations avec un référentiel de près de 8 000 ISIN d'obligations internationales à haut rendement (*high yield bonds*) ainsi qu'avec une liste de plus de 11 500 ISIN de CLO internationaux¹⁶⁸.

Sur l'actif agrégé de l'ensemble des fonds français (près de 1 500 milliards d'euros), la détention d'obligations *high yield* représente moins de 21 milliards d'euros d'actif. Sans surprise, ce sont les fonds obligataires qui sont les plus exposés (15 milliards d'euros sur 335 milliards d'euros d'actifs), suivis par les fonds mixtes (6 milliards d'euros sur 375 milliards d'euros d'actifs). En moyenne, les fonds exposés aux obligations *high yield* le sont à hauteur de 8 %.

Seuls 28 fonds français sont exposés aux CLO, et l'exposition cumulée s'élève à 393 millions d'euros. En moyenne, les 28 fonds exposés le sont à hauteur de 1,7 % de leur actif.

L'exposition des fonds de droit français à la finance à effet de levier semble donc très limitée. Il convient cependant de rappeler plusieurs limites de cette analyse :

- la détention de prêts par les fonds n'est pas prise en compte ;
- Seuls les titres ayant un code ISIN peuvent être facilement identifiés dans les *reportings* ;
- les listes identifiant les obligations *high yield* et les CLO ne sont pas nécessairement exhaustives (dépendance aux données des rediffuseurs commerciaux).

3.3. UNE MEILLEURE APPRÉHENSION DES RISQUES VIA LE REPORTING AIFM

Les données collectées dans le cadre des exigences de la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*, 2011/61/UE, publiée le 8 juin 2011) permettent désormais un suivi régulier des fonds d'investissements alternatifs (FIA) et de leurs risques au niveau européen comme national. Cette directive régit les activités de tous les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, qui rassemblent tous les fonds non assujettis à la directive OPCVM 4, y compris les fonds de *private equity*, les fonds immobiliers et les fonds de gestion alternative (fonds de fonds et fonds spéculatifs).

L'ESMA a ainsi publié en mars 2019 un premier panorama des FIA européens permettant de caractériser ces fonds à fin 2017, un exercice qui sera désormais annuel¹⁶⁹. Il met en avant de premiers indicateurs à même d'analyser les risques des 26 378 FIA reportant en Europe et recensés par l'ESMA, pour un actif net total de 4 909 milliards d'euros fin 2017. Les investisseurs professionnels détiennent 80 % de ces FIA, les investisseurs de détail ne représentant que 20 % des détentions. L'effet de levier approximé des FIA qui reportent en Europe apparaît limité, à l'exception notable des *hedge funds*, plus fortement exposés aux dérivés. L'ESMA pointe enfin des signes de risque de liquidité potentiel à court terme,

associé à un code ISIN, chaque institution qui le traite lui attribue un code interne, et la réconciliation devient très difficile. L'utilisation des noms commerciaux des produits soulève aussi de nombreuses difficultés dans la mesure où de légères variantes dans la saisie d'une chaîne de caractères (espaces, accents, symboles, ...) peuvent empêcher l'identification du titre.

¹⁶⁸ Le détail du portefeuille des fonds fait partie du *reporting* obligatoire au régulateur. Le référentiel d'obligations *high yield* a été construit en utilisant Thomson Reuters Eikon, et la liste de CLO a été extraite de Bloomberg.

¹⁶⁹ ESMA (2019), "ESMA Annual Statistical Report - EU Alternative Investment Funds 2019", mars.

notamment chez les fonds immobiliers européens, car leur liquidité offerte aux investisseurs est supérieure à la liquidité de leurs actifs.

Une première étude a également été publiée par l'AMF sur la base des données déclarées par les gestionnaires français, sur l'ensemble des fonds qu'ils gèrent (français ou étrangers) sur les données de fin 2017¹⁷⁰. Elle présente de premiers enseignements sur les FIA qui reportent en France et permet de mieux appréhender leurs risques. Dans ce qui suit, les éléments présentés reprennent ces analyses en les actualisant au quatrième trimestre 2018. En effet, l'analyse des *reportings* permet de suivre régulièrement le risque de liquidité et de levier des FIA qui reportent en France.

3.3.1. Un travail d'amélioration de la qualité des données semble indispensable

Malgré de premiers résultats, les travaux destinés à améliorer la qualité des données issues du *reporting* AIFM nécessitent d'être prolongés afin d'accroître la portée des travaux analytiques et de la surveillance des risques. Ainsi, deux groupes de travail ont été créés par l'ESMA en 2019 afin (i) d'analyser les erreurs techniques de *reporting* ou de compréhension des variables et de (ii) faire converger le travail d'analyse statistique des Autorités compétentes. En effet, certaines variables du *reporting* sont difficilement utilisables sans un travail approfondi de suivi et de correction des erreurs. L'ESMA met par exemple en avant son incapacité à ce stade à utiliser les variables du levier telles que calculées par les gestionnaires¹⁷¹ au niveau européen¹⁷². En France, afin de répondre à ce problème, un mécanisme de vérification des leviers observés comme aberrants, et articulé autour de plusieurs contrôles, a été mis en place à l'AMF.

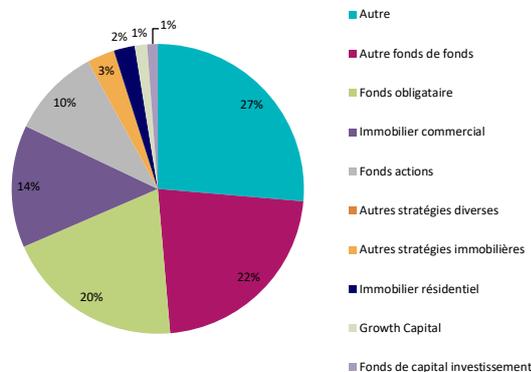
De la même manière, au niveau français, il est observé que les stratégies renseignées par les gérants, qui permettent de fonder l'analyse, mettent en avant une grande majorité de stratégies principales déclarées comme « autres » (que les propositions du *reporting*), ce qui limite la portée des interprétations et l'appréciation de la diversité des stratégies mises en œuvre : celles-ci représentent 54 % de l'actif net total fin 2018. Même en décomposant l'actif net total des gérants qui reportent en France au niveau de leurs sous-stratégies (35 possibilités), la part des FIA à « autres » sous-stratégie demeure élevée, à 27 % de l'actif net total.

¹⁷⁰ Voir C. Le Moign, K. Siempis (2019), « Premiers enseignements du *reporting* AIFM », Autorité des Marchés Financiers, janvier.

¹⁷¹ Voir le 3.2.3 pour ces définitions.

¹⁷² Voir l'article "*Fundamental issues in AIFMD data handling and statistics*", issu du rapport de l'ESMA cité précédemment.

Graphique 66 : Répartition de l'actif net des FIA par sous-stratégies d'investissement
(en % cumulé de l'actif net total fin 2018)



Source : AMF

Note : Les gestionnaires choisissent ici les sous-stratégies qui décrivent le mieux les investissements du FIA, en % de l'actif net. La sous-stratégie « Autres stratégies diverses » regroupe toutes les sous-stratégies dont la part dans l'actif net total est inférieure à 1 %.

Au final, on observe que la majorité des gérants qui reportent en France ont des FIA qui ressemblent à des fonds plus traditionnels : les fonds actions, obligataires et diversifiés représentant 52 % de l'actif net total fin 2018.

3.3.2. Un risque de liquidité faible et une meilleure connaissance des investisseurs

En France, fin 2018, le *reporting* AIFM comptabilise 7 433 FIA, représentant 752 milliards d'euros d'encours, soit 51 % des encours de la gestion collective française)¹⁷³. La très grande majorité est domiciliée en France (96 % de l'actif net total fin 2018)¹⁷⁴.

Il est possible de suivre l'appréciation par les gérants de la liquidité des actifs de leurs fonds en fonction de leur durée de liquidation, ainsi que le comportement supposé de rachat des investisseurs, afin d'évaluer leur capacité à faire face à des chocs en cédant des actifs liquides¹⁷⁵.

À l'échelle des catégories de fonds considérées, les engagements apparaissent ici systématiquement (à toutes les échéances, pour toutes les catégories) inférieurs aux délais de liquidation des actifs, montrant la capacité en général¹⁷⁶, à faire face aux rachats de parts des investisseurs. Quoique ne représentant qu'une approximation, puisque chaque gérant modélise selon ses propres critères de liquidation, la perspective présentée montre ainsi que la structure du passif – notamment les engagements à satisfaire des rachats à court terme – est globalement cohérente à celle de l'actif des fonds. Par exemple, la proportion de porteurs pouvant racheter leurs parts sous 1 jour des fonds « autres » est de 52 % (Graphique 67) alors qu'elle est quasi-nulle pour les fonds immobiliers (2 %, Graphique 70). À la différence de la moyenne européenne présentée par l'ESMA, l'appréciation des gérants des fonds immobiliers reportant en France est que

**L'adéquation de
l'actif et du passif
des FIA paraît
cohérente**

¹⁷³ Les autres fonds étant des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières ou OPCVM, régis par la Directive du même nom : Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009.

¹⁷⁴ Afin de permettre un suivi récurrent des FIA les plus importants, les analyses statistiques effectuées se concentrent sur la population de FIA reportant trimestriellement (le seuil de *reporting* trimestriel est de 1 milliard d'euros par gestionnaire) : en effet, cette population regroupe 90 % de l'actif net total des FIA reporté.

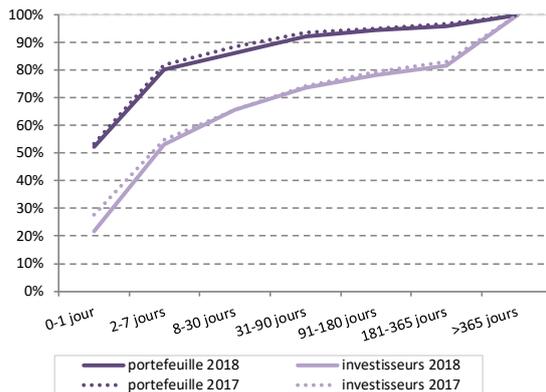
¹⁷⁵ Ces variables étant facultatives, elles ne sont pas remplies par tous les gestionnaires. Cependant, les résultats sont disponibles pour 98 % du nombre de *reportings* fin 2018.

¹⁷⁶ Cette observation moyenne pour les catégories de fonds considérées ne préjuge pas des situations individuelles des fonds sous revue.

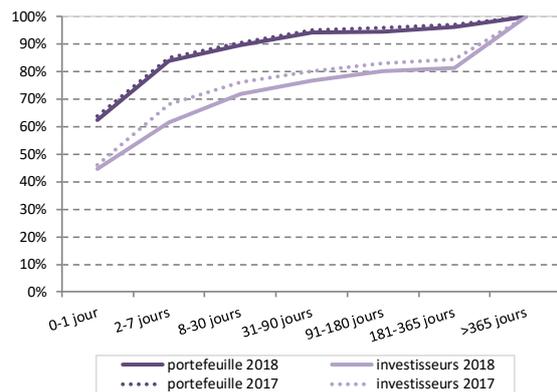
la majorité de leurs investisseurs ne sont pas autorisés à effectuer des rachats avant un an¹⁷⁷.

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

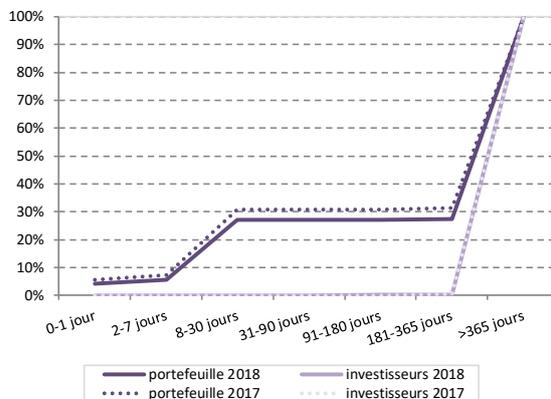
Graphique 67 : Autres fonds
(estimation en % cumulé de l'actif net)



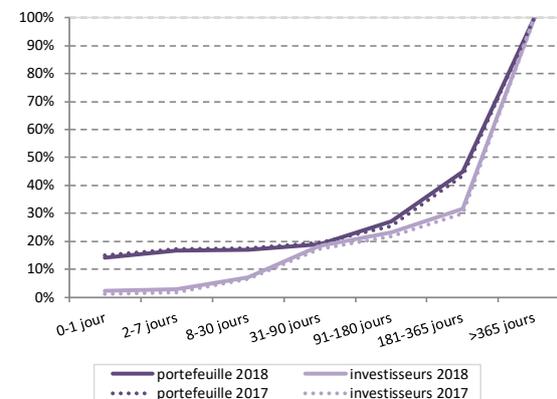
Graphique 68 : Fonds de fonds
(estimation en % cumulé de l'actif net)



Graphique 69 : Fonds de private equity
(estimation en % cumulé de l'actif net)



Graphique 70 : Fonds immobiliers
(estimation en % cumulé de l'actif net)



Source : AMF

Note de lecture : pour la stratégie 'fonds immobiliers' (19 % des actifs nets), le gérant estime que 14 % de son portefeuille peut être liquidé en un jour, et que 2 % des investisseurs peuvent recevoir des paiements de rachats à cet horizon.

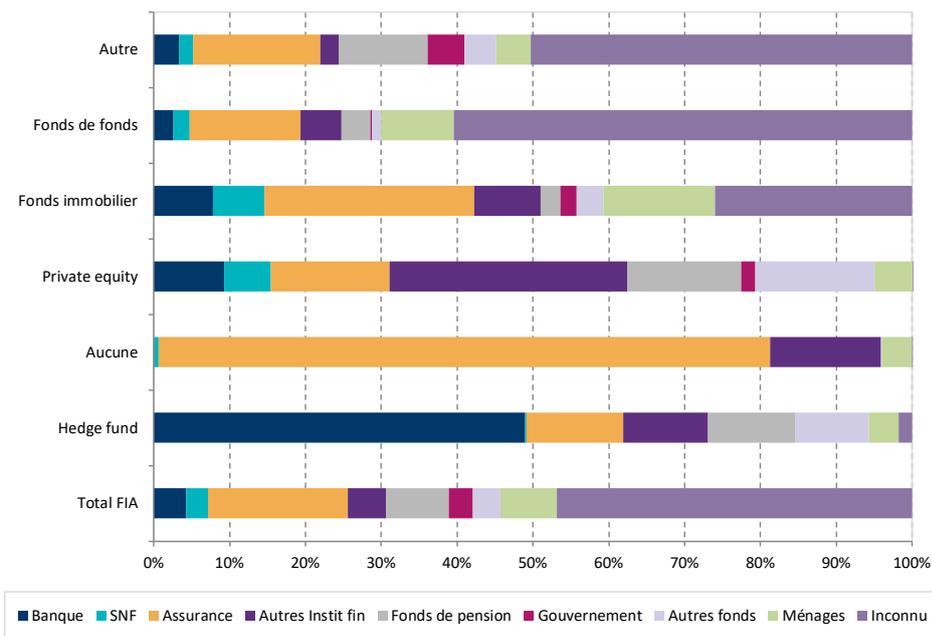
**La connaissance
du passif des
FIA peut
cependant être
améliorée**

Afin de compléter cette analyse de la liquidité par les gérants, il leur est également demandé de faire état de leur capacité d'identification de leurs clients au passif (Graphique 71). Il en ressort avant tout que les particuliers sont généralement minoritaires dans la détention de fonds alternatifs (7 % en moyenne pondérée par les actifs fin 2018), notamment des stratégies les plus risquées (4 % des détentions de *hedge funds* et 5 % des fonds de *private equity*), sauf des fonds immobiliers dont ils portent 15 % des parts. Néanmoins, cette proportion est certainement minorée par la possibilité pour

¹⁷⁷ Pour la description des outils de gestion de la liquidité des fonds immobiliers domiciliés en France, voir l'encadré 20 de la cartographie des risques de l'AMF 2016. Voir également HCSF (2017), « Diagnostic actualisé et résultats des *stress tests* dédiés à l'immobilier commercial », mars.

certaines fonds d'être distribués à une clientèle de détail à travers des teneurs de compte (absence de vision par transparence). De plus, la forte proportion d'investisseurs reportés comme « inconnus » (47 % en moyenne) semble issue de la connaissance limitée des gérants de leur passif, dans un contexte où les catégories du *reporting* ne correspondent pas toujours aux informations commerciales dont disposent les gérants.

Graphique 71 : Catégories fines d'investisseurs par stratégies
(en % de l'actif net pondéré de chaque stratégie d'investissement)



Source : AMF

Les investisseurs institutionnels constituent la principale catégorie de porteurs de parts de fonds alternatifs français, au premier rang desquels les sociétés d'assurances, qui détiennent 19 % des FIA fin 2018, et respectivement 17 %, 15 % et 28 % de l'actif net des catégories de fonds « autres », des fonds de fonds et des fonds immobiliers. Les institutions bancaires et les autres institutions financières ne représentent qu'un poids limité des détenteurs de parts, 9 % pour tous les FIA, mais avec de larges différences selon les stratégies. De la même manière, les fonds de pension ne représentent que 3 % des porteurs de fonds immobiliers, mais 12 % des *hedge funds* et 15 % des fonds de *private equity*. Au final, cette amélioration de la connaissance du passif, encore naissante, pourra permettre de mieux analyser les comportements des investisseurs selon leur type, et de creuser les liens entre les flux de collecte et la liquidité du portefeuille¹⁷⁸.

3.3.3. Des niveaux de levier moyens adaptés aux stratégies d'investissement, mais un suivi nécessaire au cas par cas

Il est également possible désormais de suivre le niveau de levier des FIA, celui-ci étant exprimé sous la forme d'un ratio entre l'exposition totale du fonds et son actif net. Il est

¹⁷⁸ Voir également Darolles et al. (2018), "A Self-Exciting Model for Mutual Fund Flows: Investor Behaviour and Liability Risk", Paris December 2018 Finance Meeting EUROFIDAI – AFFI.

calculé au moyen de deux méthodes : la méthode brute¹⁷⁹ et celle de l'engagement (ou nette)¹⁸⁰, qui se différencient par la prise en compte ou non des espèces dans le calcul. À partir des *reportings* FIA collectés sur la période 2015 – 2018, on est en mesure de dresser un état des lieux des leviers moyens par classe d'actifs, qui doit néanmoins s'accompagner d'un suivi au cas par cas. En effet, on constate que sur certaines périodes le niveau du levier moyen subit des variations assez brutales, ce qui suggère des problèmes de fiabilité des informations saisies et de compréhension des calculs du levier par certains gérants. Il faut également noter que ces indicateurs ne constituent qu'une première méthode d'appréhension des risques, venant par exemple additionner des positions de dérivés sans prise en compte de leur direction.

On peut observer que les fonds monétaires et les fonds actions enregistrent les leviers bruts et d'engagement les plus modérés, variant entre 89 % et 113 % de l'actif net de leur classe d'actifs. Des niveaux plus importants sont constatés sur les fonds diversifiés et les obligations (109 %-134 %). Enfin, les fonds immobiliers et les fonds à formule affichent des leviers dépassant 130 %, en raison de leurs stratégies d'endettement ou d'exposition supérieure aux dérivés. De plus, en observant l'évolution du levier des FIA selon leur stratégie d'investissement déclarée, leurs niveaux semblent globalement adéquats avec leurs stratégies : fin 2018, les fonds de *private equity*, les fonds de fonds et les fonds de stratégie « autres » ont des leviers faibles (102, 113 et 124 % de levier brut moyens respectivement), alors que les fonds immobiliers et les *hedge funds* ont des leviers plus substantiels (135 et 1246 % respectivement).

Tableau 7 : Levier moyen par classe d'actifs

	Actions			Obligations			Fonds diversifiés			Fonds immobilier			Fonds monétaires			Fonds à formule		
	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)	levier brut	levier engag	Encours (Mds€)
2015	111	103	91	147	113	134	128	108	187	133	130	71	94	93	39	170	135	16
2016	109	102	94	134	113	139	120	108	196	238	235	85	88	90	45	176	139	16
2017	108	102	99	133	110	135	119	109	213	141	139	108	89	92	42	157	131	19
2018	113	105	86	134	109	116	124	109	192	134	132	120	90	89	41	156	142	18

Source : AMF. À noter que les tableaux présentés ci-dessus ne tiennent compte que des leviers différents de zéro, ceux-ci étant écartés. Les leviers sont exprimés en % de l'actif net porté par la classe d'actif en question. Les leviers sont ceux de tous les FIA (ceux reportant trimestriellement, mais également semestriellement et annuellement).

Aide à la lecture : Les leviers moyens bruts et d'engagement des fonds obligataires à fin 2018 (toutes fréquences de reporting confondues) s'élèvent à 134 % et à 109 % respectivement. L'actif net correspondant à cette classe d'actifs est de 116 milliards d'euros.

Les niveaux de levier des FIA semblent globalement adéquats avec leurs stratégies

Au-delà de cette analyse au niveau agrégé, les fonds présentant des niveaux atypiques sont analysés un par un afin de s'assurer qu'ils ne présentent pas de risque excessif. La qualité de ces données semble néanmoins problématique pour certains FIA ou certaines périodes : en conséquence, un travail de fiabilisation de ces données a été lancé à l'AMF.

Ces mesures du levier permettent également aux régulateurs européens de répondre aux différentes propositions de l'OICV en matière de suivi du levier¹⁸¹. En effet, l'OICV a soumis à consultation publique en novembre 2018 des propositions de techniques comparables de mesure du levier des fonds au niveau international, afin d'aider les

¹⁷⁹ Le levier brut est le ratio entre (i) la somme des valeurs absolues de toutes les positions (avec conversion pour les instruments dérivés en instruments sous-jacents), y compris les accords de prise ou de mise en pension, en excluant de cette somme la trésorerie et les emprunts (sauf si réinvestissement) et (ii) l'actif net.

¹⁸⁰ Le levier net est le ratio entre (i) la somme des valeurs absolues de toutes les positions (avec conversion pour les instruments dérivés en instruments sous-jacents), y compris les accords de prise ou de mise en pension ; et (ii) l'actif net.

¹⁸¹ L'OICV avait été mandaté en janvier 2017 de proposer des recommandations techniques en matière d'outils de gestion de la liquidité dans les fonds et de mesures d'appréciation du niveau de levier. Voir FSB (2017), "Policy Recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities", janvier.

autorités nationales à identifier les fonds ou types de fonds qui pourraient représenter des risques pour la stabilité financière¹⁸². En ce sens, l'approche proposée s'articule en deux étapes : (i) plusieurs calculs simples basés sur l'exposition des fonds (brute, brute ajustée et nette)¹⁸³ permettant une décomposition du levier par classe d'actifs ; (ii) pour les fonds méritant un examen approfondi par le régulateur, l'examen de données complémentaires (dont le choix serait laissé à la main des autorités nationales), afin de mieux comprendre les chiffres et identifier les risques potentiels. Si les résultats de ces mesures ne sont pas parfaitement comparables, ils permettent toutefois d'identifier de manière cohérente d'une juridiction à l'autre les fonds potentiellement systémiques.

3.3.4. L'absence de définition commune des « *hedge funds* » entraîne des difficultés de suivi de leurs risques

A la suite de la crise financière, le suivi des fonds les plus spéculatifs a été renforcé. Le terme de « *hedge fund* » ou fonds spéculatif rassemble une grande variété de stratégies d'investissement. Si la définition historique rassemblait les fonds engagés à la fois dans l'achat et la vente d'actions à découvert, dans le but de se couvrir (*hedge*) du risque de fluctuations à l'échelle du marché, les fonds spéculatifs utilisent également aujourd'hui diverses stratégies très actives (arbitrage de taux ou d'obligations, gestion événementielle¹⁸⁴ ou de valeurs relatives¹⁸⁵, gestion macro directionnelle¹⁸⁶, etc.). Néanmoins, l'absence de définition commune au niveau international comme au niveau européen entraîne d'importants écarts dans les montants sous gestion de ces fonds difficiles à appréhender. Sont présentées dans la suite plusieurs pistes de surveillance de ces fonds.

L'OICV travaille activement à l'encadrement et au suivi de ces fonds depuis septembre 2009, avec la mise en place d'une collecte de données et d'une publication bisannuelle des résultats (« *Hedge funds survey* »). Le dernier rapport présentant ces données¹⁸⁷ met en avant une industrie en croissance de 1 971 fonds représentant 3 220 milliards de dollars d'actifs nets fin 2016. La domiciliation de ces fonds est très concentrée, puisque ceux-ci sont principalement domiciliés aux Iles Caïmans (53 % des actifs) et aux États-Unis (29 %). Les autres places sont bien plus petites, l'Irlande et le Luxembourg représentant respectivement 6 et 4 % des actifs mondiaux.

Au sein de l'Union européenne, c'est la directive AIFM qui avait pour objectif de mieux surveiller les fonds alternatifs les plus risqués, et notamment les *hedge funds*. Le *reporting* AIFM permet ainsi d'analyser en détail les caractéristiques des *hedge funds* domiciliés ou gérés dans l'Union européenne. Néanmoins, la qualification de « *hedge funds* » est issue d'une déclaration du gestionnaire et ne repose pas sur les caractéristiques intrinsèques du

¹⁸² Voir OICV (2018), « *IOSCO Report : Leverage – Consultation* », novembre – la consultation publique a été clôturée en février 2019.

¹⁸³ L'exposition brute consisterait à additionner toutes les valeurs absolues des investissements des fonds et des montants notionnels de dérivés utilisés. Il est ensuite proposé de venir ajuster ce calcul par différentes propositions de *netting* des dérivés, selon leur maturité, leur direction, ou leur utilisation – modalités qui sont ouvertes à consultation.

¹⁸⁴ La gestion événementielle consiste à prendre position sur des instruments financiers afin de tirer parti d'écarts de prix pouvant être observés lors de situations spéciales dans la vie des entreprises telles que les fusions-acquisitions ou restructuration de dettes de sociétés en faillite : le fonds peut par exemple spéculer sur l'écart entre le prix annoncé par l'acquéreur lors d'une offre publique et la valeur sur marché.

¹⁸⁵ La stratégie de valeur relative vise à exploiter des différences de prix entre instruments financiers liés (actions, obligations, taux, obligations convertibles, etc.), en achetant et vendant simultanément ces instruments, en faisant bénéficier l'investisseur du potentiel différentiel (valeur relative) entre les deux instruments.

¹⁸⁶ La stratégie d'investissement directionnelle consiste à prendre des positions non couvertes, en anticipant les impacts de certaines variables économiques mondiales sur les évolutions des prix d'instruments financiers.

¹⁸⁷ OICV (2017), « *Report on the Fourth IOSCO Hedge Funds Survey* », novembre. Le rapport 2019 sortira à l'automne.

FIA. Le rapport de l'ESMA¹⁸⁸ sur les données AIFM européennes fait état d'un secteur restreint, puisque seulement 5 % des actifs des FIA européens (264 milliards d'euros à fin 2017) se déclarent *hedge funds*, et concentré, puisque 82 % des actifs européens reportent au Royaume-Uni (217 milliards d'euros fin 2017). Les *hedge funds* reportant au Luxembourg ne représentent que 5 % des actifs européens avec 14 milliards d'euros fin 2017 ; les FIA reportant en Irlande ne sont pas représentés dans cette première analyse de l'ESMA en raison de difficultés techniques d'envoi de leurs *reportings* à l'ESMA.

Ces données permettront aux autorités européennes de mieux contribuer au *Hedge funds survey* de l'OICV et de résoudre les points de divergence qui subsistent. Ainsi, l'importance des actifs des *hedge funds* britanniques issue des données AIFM et leur absence dans le *Hedge funds survey* peut s'expliquer en partie par la part de fonds non-européens qui s'enregistrent et commercialisent leurs FIA au Royaume-Uni, via le système de placement privé, et doivent en conséquence se soumettre au *reporting* AIFM. Néanmoins, une analyse des lieux de domiciliation des *hedge funds* commercialisés dans l'Union européenne serait bienvenue pour clarifier leur provenance et améliorer notre connaissance de ces fonds. Plus alarmant, l'écart entre les deux analyses pourrait également s'expliquer par la présence de fonds irlandais ou luxembourgeois se déclarant *hedge funds* mais n'étant pas des FIA.

Dans la zone euro, la collecte de données des organismes de placement collectifs effectuée par la BCE regroupe les fonds par catégories d'investissement sur la base des titres en portefeuilles. Néanmoins, les « fonds de multigestion alternative », qui regroupe les *hedge funds*, sont identifiés sur la base de leur auto-déclaration (c'est la seule exception). De cette manière, la BCE recensait 517 milliards d'euros d'actifs sous gestion par les *hedge funds* domiciliés dans la zone euro fin 2018, soit 4,3 % de l'actif total des fonds d'investissement de la zone. On remarque là encore un décalage avec les données issues du *reporting* AIFM.

En France, la collecte effectuée par la Banque de France avec la même définition que la BCE permet d'observer que les *hedge funds* français sont très marginaux. Leur nombre et leurs actifs n'ont cessé de diminuer depuis la crise financière, pour atteindre 1,4 milliards d'euros sous gestion pour 13 fonds fin 2018, soit 0,3 % des actifs des *hedge funds* de la zone euro. Néanmoins, ces fonds ne s'identifient pas comme *hedge funds* dans leur remise du *reporting* AIFM¹⁸⁹.

Au final, malgré le caractère déclaratif du *reporting*, les données AIFM sont à ce stade les plus complètes pour observer les *hedge funds* qui reportent en France et étudier leurs caractéristiques particulières. Le premier constat concerne leur caractère marginal : on en recense 48 fin 2018, pour un actif net de 5,4 milliards d'euros, soit 0,7 % de l'actif net total des FIA.

De plus, on observe d'importantes variations en matière de domiciliation ou de stratégies¹⁹⁰. Contrairement aux autres FIA, dont 4 % de l'actif net total est domicilié à l'étranger, les actifs gérés par les *hedge funds* qui reportent en France sont à 51 % issus de FIA étrangers. Si les fonds domiciliés en Irlande représentaient 52 % de l'actif net des *hedge funds* reportant en France fin 2016, ils n'en représentent plus que 15 % fin 2018. À l'inverse, les *hedge funds* luxembourgeois et français ont augmenté leurs actifs, représentant fin 2018 respectivement 1,1 et 2,1 milliards d'euros soit 26 % et 49 % de l'actif net total. De plus, le lieu de domiciliation entraîne des différences importantes en matière de risque. Par exemple, si le niveau de levier moyen des *hedge funds* est plus important que celui des autres FIA, d'importantes disparités sont remarquables selon le

**Les reportings AIFM
permettent de
caractériser ces
fonds en France**

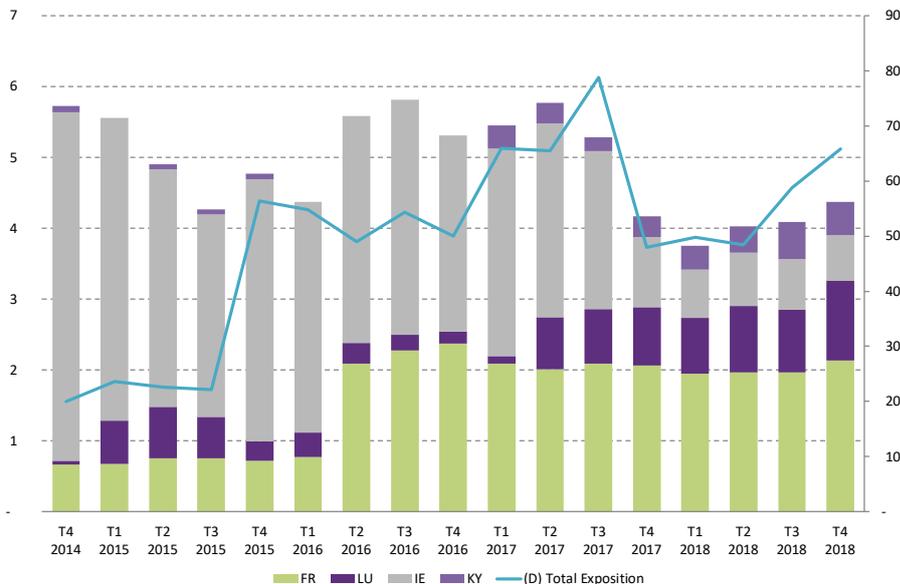
¹⁸⁸ Ibid.

¹⁸⁹ Ils indiquent en majorité avoir une stratégie « autres » ou de fonds de fonds dans les *reportings* AIFM.

¹⁹⁰ Les résultats suivants concernent les *hedge funds* qui reportent trimestriellement, qui sont les plus importants, et constituent 81 % des actifs totaux des *hedge funds* qui reportent en France.

domicile des FIA : fin 2018, le levier moyen annuel approximé par le ratio exposition/actif net était de 2,1 pour les FIA français, de 15,4 pour les FIA luxembourgeois, de 3,2 pour les FIA irlandais et de 89,1¹⁹¹ pour les FIA des Iles Caïmans.

Graphique 72 : Actif net des *hedge funds* reportant en France par domicile et exposition totale
(en milliards d'euros)

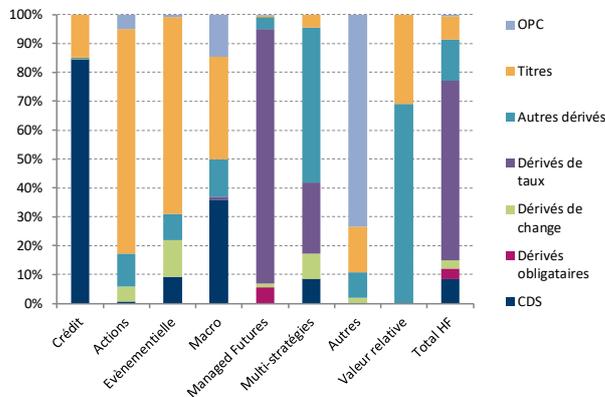


Source : AMF, pour les gérants de FIA reportant trimestriellement

Observer les expositions des *hedge funds* permet de confirmer que celles-ci sont très diverses et hétérogènes selon leurs sous-stratégies (Graphique 73) : les FIA aux stratégies *managed futures*, multi-stratégies, valeur relative ou de crédit sont davantage exposés aux dérivés, en particulier aux dérivés de taux d'intérêt. Les FIA aux stratégies sur actions ou événementielles sont eux plus largement exposés aux titres (78 et 68 % de leur exposition respectivement). Néanmoins, malgré leur fort recours aux produits dérivés, les *hedge funds* se caractérisent par une forte liquidité à l'actif comme au passif, avec 91 % des actifs jugés par le gérant comme liquidables sous un jour fin 2018, et 47 % des porteurs estimés pouvant racheter leurs parts sous 1 jour (Graphique 74). De plus, ils détiennent davantage d'espèces que les autres FIA : 10 % de leur actif net contre 5 % en moyenne chez les FIA fin 2018.

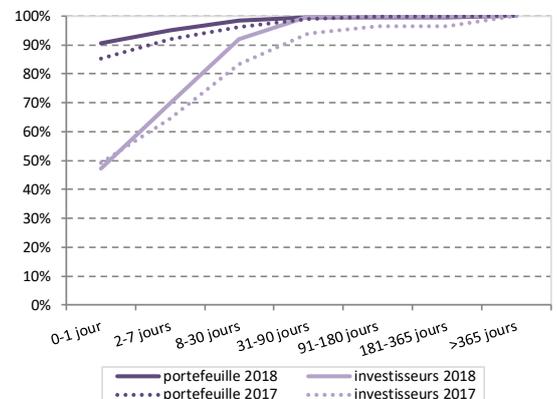
¹⁹¹ Ces FIA recourent à des stratégies quantitatives basées sur l'utilisation de *futures* sur taux courts (sous-stratégies *managed futures*), ayant une volatilité cible importante. Il en résulte des niveaux de leviers importants, sur des marchés dont le risque est faible, étant donné que la formule de calcul du niveau de levier des dérivés sur taux courts est désavantageuse lorsque leur maturité est inférieure à un an.

Graphique 73 : Exposition des *hedge funds* par sous-stratégie (en % cumulé de l'actif net)



Source : AMF

Graphique 74 : Structure par termes de l'actif et du passif des *hedge funds* (estimation en % cumulé de l'actif net)



Source : AMF

Lecture du graphique 74 : le gérant estime que 91 % de son portefeuille peut être liquidé en un jour, et que 47 % des investisseurs peuvent recevoir des paiements de rachats à cet horizon.

Au final, le suivi rendu possible par les *reportings* AIFM permet de mieux surveiller ces fonds qui, s'ils ont des prises de risque importantes, demeurent marginaux en France. Néanmoins, une meilleure coopération des Autorités compétentes afin d'améliorer les définitions et la surveillance de ces fonds serait utile.

Encadré 6 : Enjeux liés au développement des critères ESG dans la gestion

Les investisseurs individuels se sentent de plus en plus concernés par les sujets environnementaux sociaux, et de gouvernance (critères ESG), et ils souhaitent que ces préoccupations se reflètent davantage dans leur épargne¹⁹², selon des modalités qui peuvent varier. Les investisseurs institutionnels perçoivent eux-aussi la montée des risques ESG (en termes financiers mais aussi de réputation). En réponse à cette demande, de nombreuses sociétés de gestion ont cherché à proposer à leurs clients des fonds d'investissement « socialement responsables » en incorporant cette dimension (ou plutôt ces dimensions) dans les stratégies de gestion.

La prise en compte de ces critères extra-financiers peut prendre des formes variées, plus ou moins contraignantes : il peut s'agir de refuser tout investissement dans une liste de sociétés ou de secteurs jugés non compatibles, de noter les entreprises sur la base des critères ESG et de ne s'autoriser à investir que dans celles qui, dans chaque secteur ou dans l'univers d'investissement, auront obtenu le meilleur score (approche *best in class* ou *best in universe*), d'imposer aux gérants des scores ESG minimums pour leur portefeuille, sans limite sur l'univers d'investissement, de construire des fonds thématiques investissant dans un aspect particulier du développement durable, etc... La plupart des stratégies responsables mettent aussi en avant des pratiques d'engagement actionnarial sur les thématiques ESG, mais qui peuvent, là encore, prendre des formes diverses.

Les indicateurs retenus pour évaluer la performance environnementale ou sociale d'un émetteur ne sont pas nécessairement normalisés : non seulement l'entreprise peut décider de communiquer sur certains indicateurs qui lui sont spécifiques (d'autant qu'une multitude de référentiels existent) mais le gérant de fonds peut aussi avoir choisi ses propres indicateurs pour guider ses décisions d'investissement, ce qui rend parfois la comparaison des titres et des portefeuilles sur la base des critères ESG ardue.

Le périmètre d'évaluation des indicateurs n'est pas non plus standardisé : par exemple, pour mesurer l'impact environnemental d'un fabricant de voiture ou d'avion, doit-on prendre en compte la seule construction des

¹⁹² Un sondage Ifop en partenariat avec Vigeo-Eiris et le FIR, publié en septembre 2018, met notamment en avant que 63 % des Français déclarent accorder une place importante aux impacts environnementaux et sociaux dans leurs décisions de placements, un intérêt en nette hausse par rapport à 2017 (48 %). Malgré cet intérêt, le concept d'ISR reste toujours méconnu du grand public, 65 % des personnes interrogées déclarant n'avoir jamais entendu parler de l'ISR avant cette enquête.

Source : <https://www.ifop.com/wp-content/uploads/2018/09/115733-Présentation-définitive.pdf>.

véhicules, ou inclure aussi les émissions liées à leur utilisation par le client final ? Les indicateurs sociaux, qui dépendent fortement du contexte national, sont par nature très difficiles à harmoniser. La qualité des données et la robustesse des mesures représentent un axe de progression indéniable.

Enfin, une bonne performance environnementale peut parfois être associée à une gouvernance fragile, ou à un impact social négatif. Les règles d'arbitrage et le poids attribué à chaque dimension peuvent donc s'avérer décisifs dans la décision d'investissement¹⁹³.

Les sociétés de gestion sont de plus en plus nombreuses à vouloir communiquer au travers de mots-clés variés (ISR, vert, environnement, social, *sustainable*, ...), et il n'est pas toujours évident d'identifier précisément comment les critères ESG sont effectivement pris en compte. Grâce à une analyse lexicographique, Novethic (groupe Caisse des Dépôts) recensait, à fin 2018, 488 fonds commercialisés en France et se revendiquant ISR, pour un encours cumulé de 149 milliards d'euros. De leur côté, dans une publication d'octobre 2018 présentant le résultat d'une enquête à fin 2017, l'AFG et le Forum pour l'investissement responsable (FIR) recensaient 156 milliards d'euros d'OPC ISR et 274 milliards d'euros d'OPC suivant d'autres approches ESG (soit un total de 430 milliards d'euros de fonds français d'investissement responsable).¹⁹⁴ Leur évaluation de l'encours des mandats de gestion ISR ou ESG en France s'établissait par ailleurs à 651 milliards d'euros. La grande variété des chiffres avancés invite à la plus grande prudence et plaide pour une définition claire des notions d'ISR et d'ESG, ainsi que de leurs déclinaisons opérationnelles.

Afin d'harmoniser les pratiques et de permettre aux épargnants français d'identifier facilement les fonds valorisant l'investissement socialement responsable, deux labels ont été mis en place à partir de 2015 : le label ISR, présenté comme un outil pour choisir des placements responsables et durables, qui est porté par le ministère de l'économie et des finances, et le label TEEC (Transition énergétique et écologique pour le climat, renommé *Greenfin*) porté par le ministère de la transition écologique et solidaire¹⁹⁵.

Le développement du label ISR est dynamique : le premier fonds a été labellisé en août 2016, et en novembre 2016, on comptait déjà 58 fonds labellisés répartis sur 9 sociétés de gestion, pour un encours de plus de 10 milliards d'euros¹⁹⁶. 96 fonds étaient estampillés à fin 2017, et 146 à fin 2018¹⁹⁷. Au 25 avril 2019, on recensait 206 fonds labellisés (44 sociétés de gestion) pour 53 milliards d'euros d'encours¹⁹⁸. Pour ce qui est du label *Greenfin*, le premier fonds a été labellisé en mai 2016. À la date du 29 avril 2019, on comptait 30 fonds labellisés, gérés par 22 sociétés de gestion, et représentant près de 7 milliards d'euros d'encours.

Dans son rapport sur la finance durable dans la gestion collective publié fin 2017, l'AMF recommandait que les fonds commercialisés auprès d'investisseurs non professionnels qui mettent en avant un caractère ISR obtiennent le label ISR. L'AMF justifiait sa recommandation par le fait que dès lors qu'un label public ISR a été mis en place, l'utilisation de la même terminologie à des fins commerciales sans avoir obtenu le label peut induire l'investisseur en erreur.

Le plan d'action de la Commission européenne lancé en mars 2018 sur la finance durable devrait également largement contribuer à améliorer la transparence de l'information notamment *via* les projets (i) de règlement européen visant à renforcer les exigences de publication d'informations relatives aux investissements durables et aux risques en matière de durabilité adopté en mars 2019 et (ii) de futur EU Ecolabel relatif aux produits financiers verts à destination des investisseurs individuels qui est en cours d'élaboration.

Face à la diversité des stratégies d'investissement et des modalités d'intégration des facteurs ESG, l'information délivrée reste en effet un enjeu de crédibilité du marché et de confiance des investisseurs. Des progrès dans les mesures d'impact sont notamment nécessaires.

Enfin, les modalités de collecte et de prise en compte des préférences des clients en matière ESG constitueront un défi à relever, en particulier concernant une offre de produits à renouveler et la formation des conseillers aux sujets ESG.

¹⁹³NB : on peut aussi être confronté à des arbitrages au sein même d'une des dimensions ESG (e.g. pour la dimension environnementale : impact potentiel sur la biodiversité d'un projet d'énergies renouvelables).

¹⁹⁴ Voir http://www.afg.asso.fr/wp-content/uploads/2018/10/2018_10_19_Etudes_Ecos_ISR.pdf.

¹⁹⁵ Voir le [référentiel du label TEEC](#) (version de juillet 2018).

¹⁹⁶ Voir le [dossier d'information du label ISR](#) (version de novembre 2016).

¹⁹⁷ Voir l'[indicateur Novethic](#) (version d'avril 2019).

¹⁹⁸ Voir la liste des fonds labellisés, disponible à l'adresse <https://www.lalabelisr.fr/fonds-isr/>.

CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES

En 2018, la tendance des ménages à épargner sur les placements bancaires (numéraire et dépôts) et assurantiers s'accroît. Cette année, ce sont 60,6 milliards d'euros qui ont été captés par l'épargne bancaire (dépassant le record de 57,2 milliards établi l'année précédente) et 51,0 milliards par l'assurance-vie. Cette concentration de l'épargne sur des supports sans risque et peu rentables est inquiétante dans la mesure où il ne s'agit manifestement pas d'une allocation efficace à long terme, surtout pour une population qui devra faire face au financement des dépenses liées au vieillissement. À ce sujet, 51 % des sondés ayant épargné estiment que leur épargne sera insuffisante pour la retraite. En parallèle, les épargnants à la recherche de rendement continuent de se tourner vers les fonds immobiliers (exposés au risque d'un retournement de ce marché), et vers les produits atypiques ou les crypto-actifs (ces deux derniers types de produits s'avèrent très risqués lorsqu'il ne s'agit pas de pures arnaques).

4.1. ÉTAT DES LIEUX DE L'ÉPARGNE ET STRUCTURE DU PATRIMOINE

4.1.1. Peu de variation sur la structure globale du patrimoine des ménages

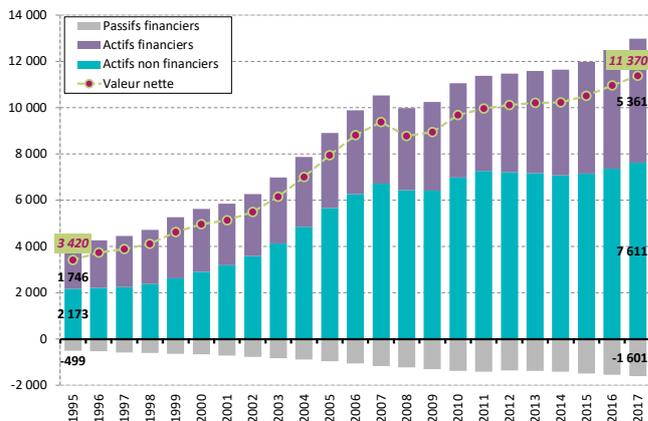
On peut décomposer le patrimoine net des ménages en trois postes distincts :

- l'actif financier (les comptes bancaires, assurances vie, comptes titres, etc.) ;
- l'actif non financier (le foncier, le bâti, les œuvres d'art, etc.) ;
- le passif financier (en négatif, les emprunts contractés).

60 % environ de l'actif brut des ménages est non financier

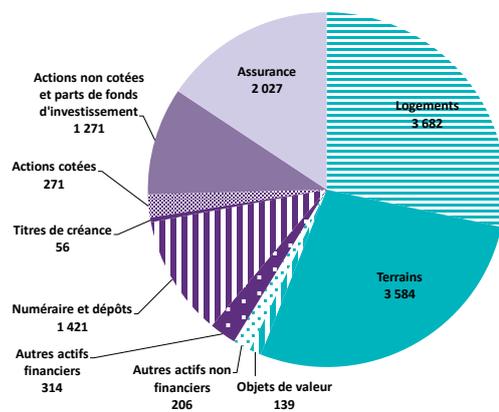
Les Comptes de patrimoine des ménages français sont établis par l'Insee. Les dernières données publiées (11 décembre 2018) se rapportent à la structure du patrimoine à fin 2017, et évaluent l'actif (brut) des ménages français à 12 971 milliards d'euros (+3,9 % par rapport à 2016), pour un passif 1 601 milliards d'euros (+4,4 % par rapport à 2016)¹⁹⁹.

Graphique 75 : Décomposition du patrimoine des ménages²⁰⁰
(agrégats, milliards d'euros)



Source : Insee, Comptes de patrimoine des ménages (11/12/2018)

Graphique 76 : Structure de l'actif brut des ménages à fin 2017
(en milliards d'euros)



¹⁹⁹ L'attention du lecteur est attirée sur la révision importante effectuée par l'Insee qui conduit à des chiffres sensiblement différents de ceux décrits dans nos précédentes éditions.

²⁰⁰ Les ménages sont ici entendus comme comprenant les entreprises individuelles sans les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

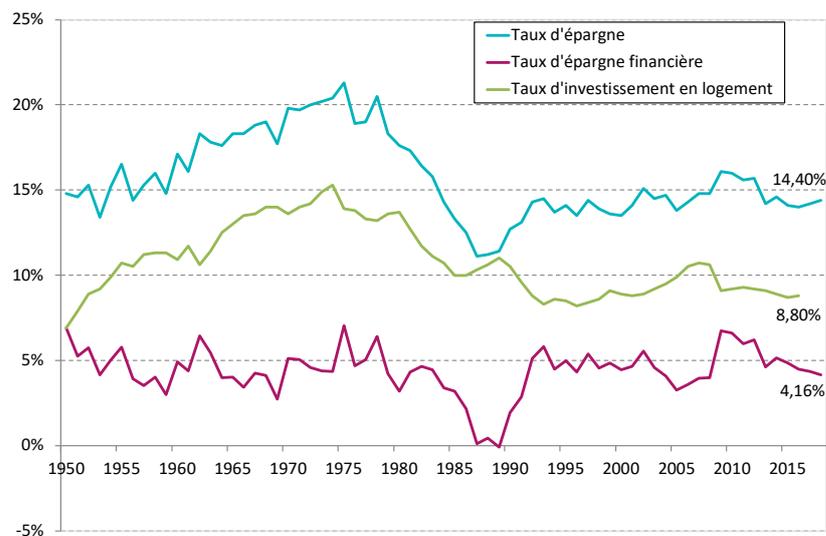
Après une hausse de 6,2 % en 2016, l’actif financier (brut) des ménages a encore crû de 4,5 % en 2017 pour atteindre 5 361 milliards d’euros. L’actif non financier a enregistré une croissance de 3,5 % sur l’année et s’est établi à 7 611 milliards d’euros. La répartition entre actif non financier et actif financier reste stable : ces derniers représentent 41,3 % de l’actif brut total.

On rappelle que la dernière valeur disponible date de décembre 2017, ce qui ne permet donc pas d’observer les conséquences sur l’actif des ménages des mouvements de marchés de 2018 décrits dans le Chapitre 1.

4.1.2. Le taux d’épargne financière poursuit sa baisse

Le taux d’épargne des ménages français est relativement stable depuis 1995, oscillant autour de 15 % du revenu disponible brut (RDB)²⁰¹ pour l’épargne totale, et autour de 5 % pour l’épargne financière²⁰². Si l’on se concentre plus particulièrement sur la période récente, en 2018, le taux d’épargne s’établit à 14,4 %, légèrement au-dessus de la moyenne des cinq années précédentes. En revanche, le taux d’épargne financière poursuit son recul pour la quatrième année consécutive passant ainsi de 5,1 % en 2014 à 4,2 % en 2018 (Graphique 77).

Graphique 77 : Taux d’épargne et taux d’épargne financière des ménages
(en % du revenu disponible brut – RDB)



Source : Insee, Datastream

NB : la dernière valeur du taux d’investissement en logement correspond à 2016 (Insee) alors que les autres séries sont disponibles sur Datastream jusqu’en 2018

²⁰¹ Le revenu disponible brut (RDB) des ménages comprend « l’ensemble des revenus d’activité, des revenus du patrimoine et les prestations sociales, auxquels sont soustraits les impôts directs et les cotisations sociales » (Insee).

²⁰² Le taux d’épargne financière correspond au rapport entre la capacité de financement des ménages (l’épargne, augmentée des transferts nets en capital, et diminuée des dépenses réalisées à des fins d’accumulation) et le RDB.

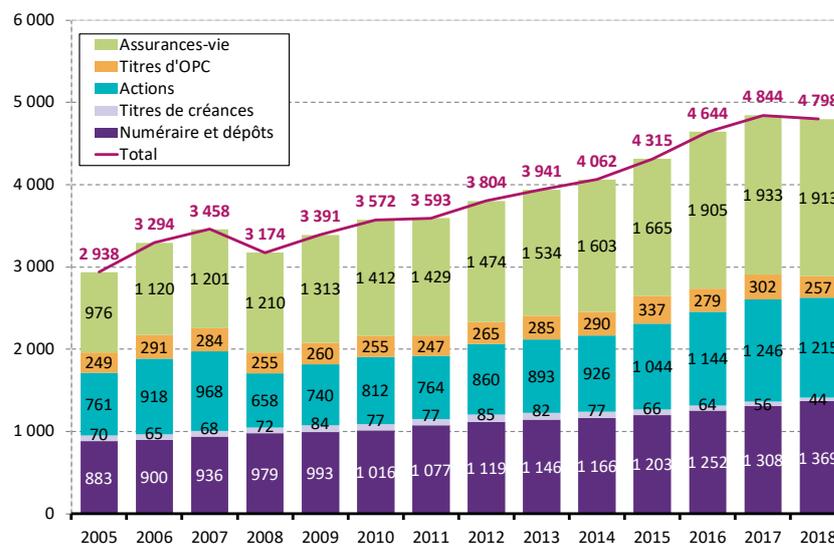
4.1.3. Comment l'épargne financière des ménages se structure-t-elle ?

4.1.3.1. Les épargnants sont toujours attirés par l'assurance-vie et les placements bancaires

Les Comptes nationaux financiers, établis par la Banque de France, permettent de suivre les évolutions du patrimoine financier des ménages français (hors entrepreneurs individuels). Cette année, les droits à pension n'apparaissent plus en tant que tels dans ces Comptes car ils ont été intégrés dans le poste dédié à l'assurance-vie, raison pour laquelle les analyses qui suivent ne peuvent plus les distinguer. Parallèlement à la traditionnelle révision des données relatives aux trois exercices précédents, la Banque de France et l'Insee ont réajusté certaines méthodes de calcul de la comptabilité nationale, ce qui se traduit par des actualisations des historiques longs.²⁰³

En termes d'encours, à fin 2018, les principaux postes de l'actif financier des ménages totalisaient 4 798 milliards d'euros, en recul de 46 milliards d'euros depuis l'année précédente (Graphique 78). L'effet de valorisation de l'actif a globalement joué négativement (-154,5 milliards d'euros). La perte est principalement le fait des assurances-vie (-70,5 milliards d'euros), des actions cotées et non cotées (37,2 milliards pour les premières et -26,1 milliards pour les secondes) et des OPC (23,2 milliards d'euros).

Graphique 78 : Principaux encours financiers nets des ménages
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



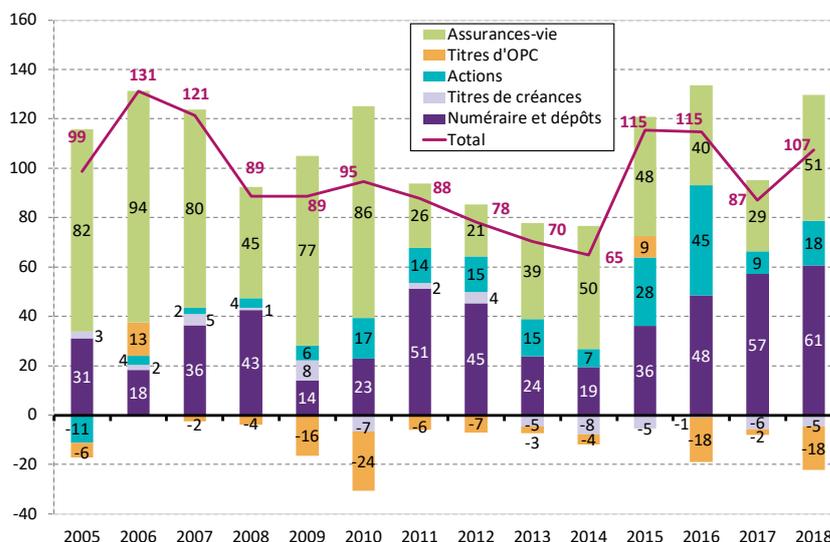
Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

²⁰³ NB : L'attention du lecteur est attirée sur les écarts que les changements impliquent par rapport aux données publiées dans les éditions précédentes de la cartographie des risques. Pour rappel, traditionnellement au cours d'une année (n+1) les données relatives à l'année précédente (n) sont publiées à titre provisoire, celles relatives à l'année (n-1) sont révisées et qualifiées de semi-définitives tandis que celles de l'année (n-2) sont modifiées pour la dernière fois devenant ainsi définitives.

En ne considérant que les principaux supports²⁰⁴, l'épargne financière nette des ménages s'élevait à 107 milliards d'euros en 2018 (soit 20 milliards d'euros de plus qu'en 2017, Graphique 79).

Graphique 79 : Principaux flux de placements financiers nets des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros)

Les flux d'épargne des ménages sur les principaux supports financiers atteignent 107 milliards d'euros en 2018



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

Une collecte record sur les produits d'épargne bancaire et assurantielle

Un nouveau record est battu cette année : les ménages français ont placé 60,6 milliards d'euros sur les produits d'épargne bancaire en 2018 (monnaie et dépôts). Avec 51,0 milliards d'euros de collecte nette – dont 17,3 milliards en unités de compte – l'assurance-vie fait un retour en force marqué (meilleur chiffre de collecte depuis 2011).

Contrairement aux placements bancaires et assurantiels, les flux d'épargne en actions, obligations et parts de fonds détenues en direct sont très mal mesurés par la comptabilité nationale. Les corrections statistiques et rectifications de séries historiques sont très fréquentes sur ces variables, commenter leurs évolutions nous semble donc peu pertinent²⁰⁵.

Selon la Banque de France, on compte près de 4,8 millions de Plans épargne action (PEA) bancaires fin 2018, soit 523 000 plans de plus qu'à fin 2017. Après une relative stabilité sur le début de l'année 2018, l'encours des PEA a fortement reculé au quatrième trimestre (7,1 milliards d'euros) pour s'établir à 85,8 milliards d'euros à fin décembre, ce qui reflète

²⁰⁴ Les crédits octroyés par les ménages, les comptes à recevoir ou à payer ainsi que les réserves pour primes et sinistres (assurance dommages) ne sont traditionnellement pas pris en compte dans l'analyse. Le total des flux à l'actif en incluant ces quelques postes additionnels s'élèverait à 106 milliards d'euros, soit un écart minime pour 2018 (un peu moins d'un milliard et demi d'euros). Toutefois, il faut noter que ce n'est pas tout le temps le cas : en 2017, par exemple, la somme des principaux postes s'élevait à 87 milliards d'euros alors que le total des opérations affichait 134 milliards d'euros. Le poste « autres comptes à recevoir ou à payer » s'élevait en effet à 41 milliards d'euros. Il avait atteint -64 milliards d'euros en 2012 et +66 milliards d'euros en 2009.

Lorsqu'on considère l'ensemble des actifs et passifs financiers, l'épargne financière nette des ménages (flux) s'établit à 56,8 milliards d'euros en 2018 (contre 54,3 milliards d'euros en 2017).

²⁰⁵ Ces postes ont été particulièrement affectés par la révision méthodologique opérée par l'Insee et la Banque de France (amélioration de la méthode d'estimation des flux d'émission et de collecte pour les actions non cotées et les autres participations d'une part, meilleure prise en compte des intérêts capitalisés pour les détenteurs d'OPC d'autre part).

certainement les corrections de fin d'année (cependant, les données ne permettent pas de distinguer l'effet collecte de l'effet valorisation).

Par ailleurs, la Banque de France dénombre plus de 82 700 PEA-PME à fin 2018²⁰⁶ (soit plus de 12 000 plans ouverts sur l'année), pour un encours cumulé de 1,1 milliard d'euros (en recul de 50 millions d'euros sur 12 mois, avec une diminution de 200 millions sur le seul T4).

Le taux de détention d'actions en direct s'établit à 6,2 % en mars 2019, selon les chiffres issus de l'enquête annuelle sur la détention des placements menée par Kantar TNS auprès d'un échantillon de 12 000 personnes âgées de 15 ans et plus.

4.1.3.2. L'épargne s'accumule sur les comptes-chèques et les livrets réglementés

Pour la deuxième année consécutive, les ménages français ont épargné plus de 50 milliards d'euros sur des supports bancaires sans risque (Graphique 80), dépassant ainsi, avec 61 milliards d'euros, le record de l'année dernière.

L'épargne fiduciaire (i.e. sous la forme physique de pièces et de billets) dépasse cette année les 5 milliards d'euros. Il faut remonter à 2011 et à la crise des dettes souveraines pour trouver un flux d'épargne comparable.

Avec 29,7 milliards d'euros versés en 2018, les dépôts transférables²⁰⁷ ont enregistré un flux de collecte du même ordre de grandeur que le record de 30,6 milliards d'euros atteint en 2017.

23,2 milliards d'euros ont été épargnés par les ménages en 2018 sur les placements à vue (livrets A, livrets bleus, livrets de développement durable et solidaires, livrets d'épargne populaire, livrets jeunes, comptes d'épargne-logement et comptes sur livret soumis à l'impôt), ce qui confirme ainsi le regain d'attractivité de ces supports observé l'année dernière.

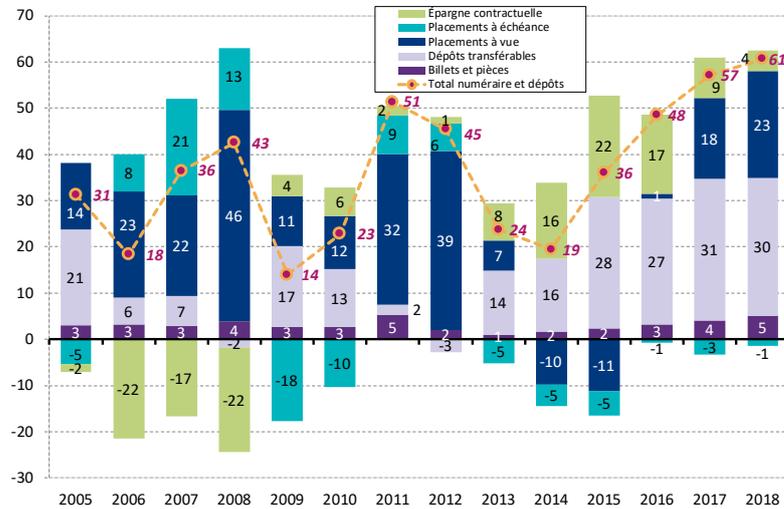
Les flux à destination de l'épargne contractuelle (plans d'épargne logement (PEL), livrets d'épargne entreprise, plan d'épargne populaire (PEP), comptes espèces des PEA) se sont élevés à 4,5 milliards d'euros, soit moitié moins qu'en 2017.

²⁰⁶ PEA bancaires dédiés aux petites et moyennes entreprises (PME) et établissements de taille intermédiaire (ETI).

²⁰⁷ Dépôts transférables : dépôts qui peuvent être convertis immédiatement en numéraire ou qui sont transférables par chèque, virement, écriture de débit ou autres moyens sans frais importants ni restriction majeure.

Les placements à
vue (livrets A, etc.)
confirment leur
attractivité

**Graphique 80 : Décomposition des flux de placements au sein du poste
« numéraire et dépôts »
(flux annuels nets, en milliards d'euros)**

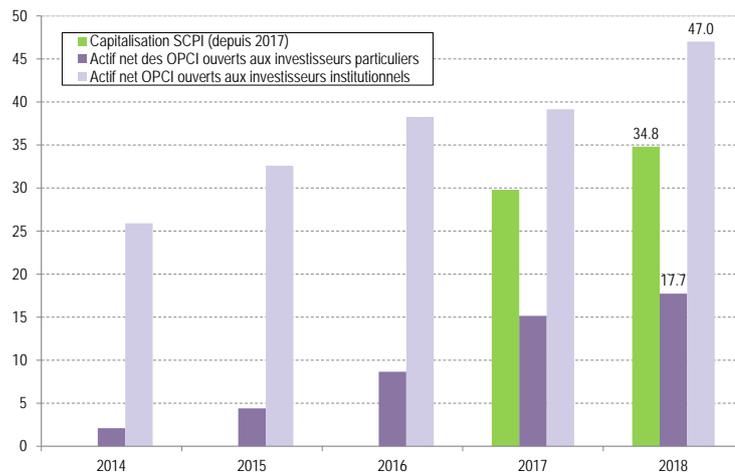


Source : Banque de France, Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

4.1.4. Focus sur les fonds immobiliers et l'épargne salariale

La croissance des fonds immobiliers se poursuit en 2018. La capitalisation des sociétés civiles en placement immobilier (SCPI) a atteint 34,8 milliards d'euros à fin d'année (soit une hausse de 17,7% sur un an). L'actif net des organismes de placement collectif immobilier (OPCI) ouverts aux investisseurs de détail s'établit quant à lui à 17,7 milliards d'euros, en hausse de 17%, et celui des organismes de placement professionnel collectif immobilier (OPPCI - OPCI ouverts aux professionnels) totalise 47 milliards d'euros, soit 20,1% de plus que l'année précédente²⁰⁸.

**Graphique 81 : Évolution des fonds immobiliers français
(capitalisation et actif net, en milliards d'euros)**



Source : AMF (base BIO)

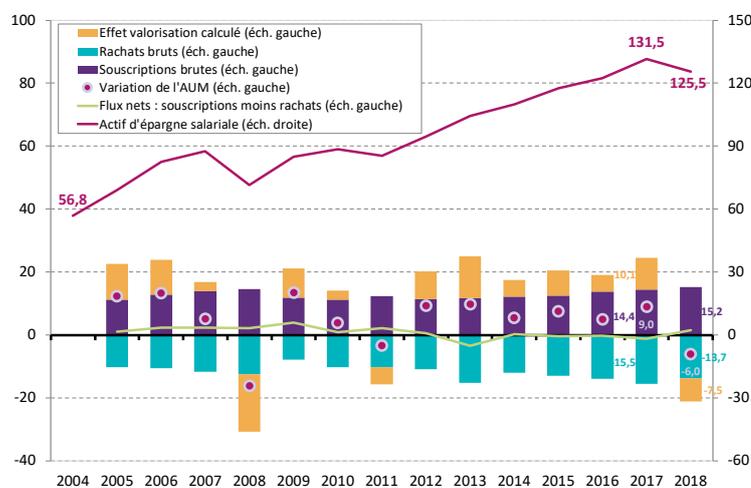
²⁰⁸ Pour cette édition de la cartographie, nous avons choisi de ne reprendre que les chiffres produits par l'AMF sur la base des données de supervision. Contrairement aux éditions précédentes, nous ne faisons plus référence aux chiffres de l'Association française des sociétés de placement immobilier (Aspim), n'étant pas certains de la comparabilité du périmètre et de la méthode avec les nôtres.

On propose enfin une analyse spécifique du périmètre de l'épargne salariale, c'est-à-dire des enveloppes fiscales que sont les plans d'épargne entreprise (PEE) et plans d'épargne retraite collectifs (PERCO)²⁰⁹.

De 131,5 milliards d'euros en décembre 2017, les encours gérés passent à 125,5 milliards d'euros à fin 2018 (Graphique 82). C'est la première fois que l'encours des dispositifs d'épargne salariale est en recul depuis 2011.

Les flux nets de souscription sont très légèrement positifs en 2018. De manière générale, sur l'ensemble de la période, les souscriptions brutes compensent presque intégralement les rachats bruts, d'où des flux nets très faibles oscillant autour de zéro.

Graphique 82 : Évolution de l'actif en épargne salariale
(flux annuels nets et actif net, en milliards d'euros)



Source : AFG, Six Financial, Europerformance

Comme le reste des fonds d'investissement, les supports d'épargne salariale ont enregistré un effet de valorisation négatif au terme de l'année 2018²¹⁰.

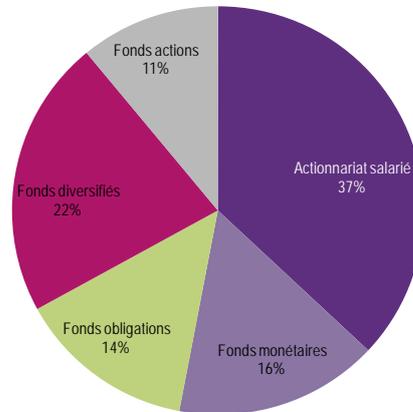
Selon les indices de performance publiés par l'Association française de la gestion financière pour l'année 2018, la performance des FCPE obligataires est de -0,4 %, celle des FCPE actions est de -7,5 %, et celle des FCPE diversifiée est de -3,9 %.

En regroupant l'actionnariat salarié et les fonds actions détenus au travers de l'épargne salariale, c'est presque 50 % de l'épargne salariale qui est investie en actions à fin 2018.

²⁰⁹ Dans la mesure où l'argent placé sur ces dispositifs fiscaux est investi sur des fonds spécifiques (comme par exemple les fonds communs de placement en entreprise – FCPE –, ou les Sicav d'actionnariat salarié) voire en titres vifs de l'entreprise, les encours correspondants ont déjà été recensés dans les différents postes de la comptabilité nationale commentés précédemment (parts d'OPC, actions cotées et non cotées, ...).

²¹⁰ L'attention du lecteur est attirée sur la méthode utilisée pour estimer l'effet valorisation reporté dans le Graphique 82 : cet effet résulte de la comparaison entre le flux net de collecte et la variation de l'encours. Il intègre donc, outre le pur effet de valorisation, tous les autres changements possibles comme une amélioration de la couverture statistique (intégration de davantage de fonds dans la base de données utilisée).

Graphique 83 : Répartition de l'encours de l'épargne salariale au 31 décembre 2018 selon les catégories d'actifs

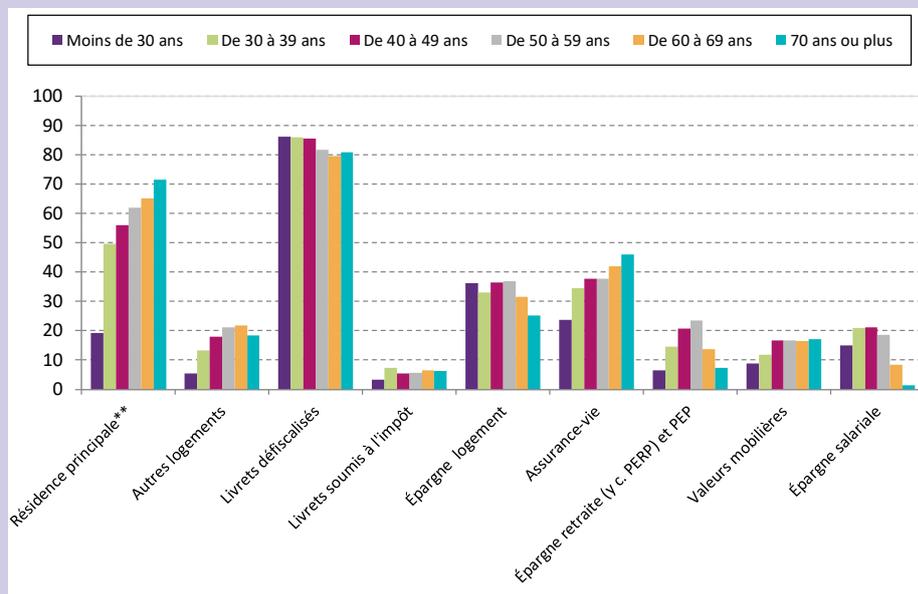


Source : AFG

Encadré 7 : Le patrimoine des ménages selon l'âge

La composition du patrimoine des ménages, détaillée précédemment, diffère substantiellement selon l'âge, la catégorie socio-professionnelle ou le type de ménage (couple avec ou sans enfant, célibataire...). Nous nous intéressons ici à la détention de produits patrimoniaux, financiers ou non, selon l'âge.

Graphique 84 : Taux de détention par grand type d'actifs et par âge* en France début 2018



(*) Âge de la personne de référence du ménage.

(**) Y compris en usufruit pour la résidence principale.

Lecture : début 2018, 86,3 % des ménages dont la personne de référence a moins de 30 ans détiennent au moins un livret défiscalisé.

Source : Insee, enquêtes Patrimoine 2009-2010, 2014-2015 et Histoire de vie et Patrimoine (HVP) 2017-2018

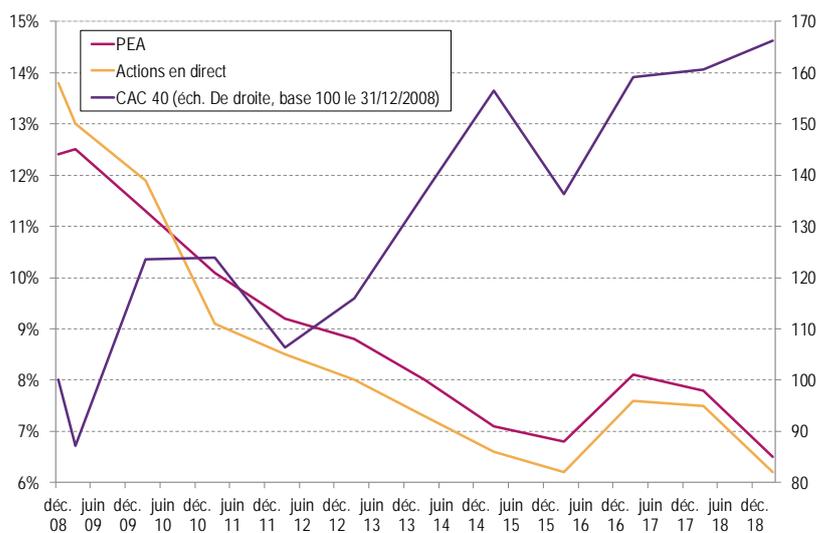
Le taux de détention de la résidence principale et d'assurance-vie croît avec l'âge. Les plus jeunes, quant à eux, sont principalement détenteurs d'épargne bancaire (livrets et épargne logement). Contrairement à ce qui était attendu, la proportion de ménages détenant des valeurs mobilières augmente avec l'âge puis se stabilise mais ne diminue pas, le taux de détention de valeurs mobilières est même le plus élevé pour les 70 ans et plus.

4.2. POINTS SUR LES RISQUES PRÉCÉDEMMENT IDENTIFIÉS

4.2.1. Les épargnants français ont-ils suffisamment épargné pour leur retraite ?

Malgré un regain d'intérêt et de confiance de la part des ménages pour les placements en actions entre 2017 et 2018, la hausse du taux de détention des actions en direct ne s'est pas confirmée en 2019. Selon les derniers chiffres du Baromètre de l'épargne et de l'investissement de l'AMF²¹¹, l'intérêt pour les placements en actions et la confiance dans ces produits progressent parmi les personnes interrogées. Ainsi, 30 % des répondants se déclarent intéressés par les placements en actions en 2018 contre 28 % l'année précédente, et 27 % des personnes sondées font confiance aux placements en actions, contre 22 % en 2017. De plus, 22 % des répondants se déclaraient prêts à souscrire un placement en actions au cours des 12 prochains mois, contre 18 % un an plus tôt. Pour autant, la part des répondants jugeant que la période actuelle n'est pas propice à l'investissement en actions est en hausse : 32 % des sondés considèrent que la période actuelle est plutôt un mauvais moment pour investir en actions contre 28 % l'an passé²¹². En conséquence, le taux de détention en direct des actions a diminué en 2019 pour atteindre son plus bas depuis 2008 (Graphique 85).

Graphique 85 : Taux de détention de différents placements liés aux actions et évolution du CAC 40



Source : Kantar TNS

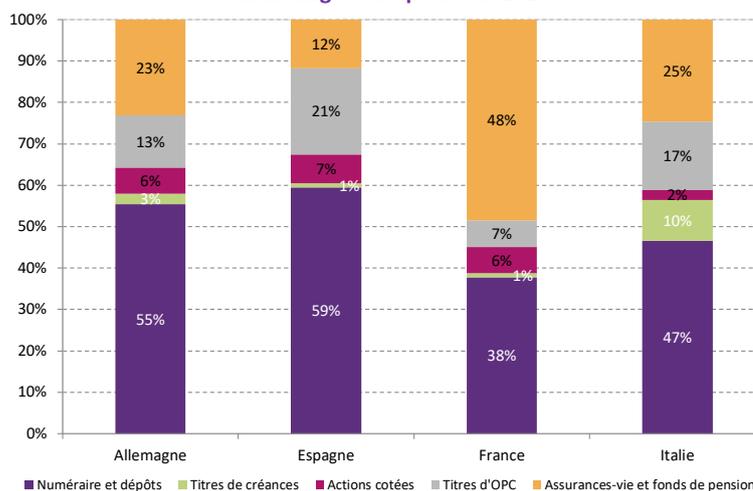
La récente chute des marchés actions et le risque de re-tarification mis en avant par l'AMF mais aussi par de nombreuses institutions françaises (HCSF) et européennes (ESMA, ESRB) semblent donner raison aux ménages. Bien qu'investir une partie de son épargne en actions soit pertinent pour les épargnants ayant un horizon d'investissement suffisamment long, la temporalité de l'investissement ne doit pas être négligée car cette dernière a une influence certaine sur le rendement du placement.

²¹¹ Baromètre de l'épargne et de l'investissement : étude annuelle sur les attitudes et opinions des épargnants à l'égard des placements (<https://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2F602559d0-ede9-44eb-888d-7fd564435a83>).

²¹² Il faut noter que le sondage a été réalisé entre le 24 septembre 2018 et le 5 octobre 2018 soit avant la chute des marchés actions de la fin d'année 2018.

En attendant, l'épargne financière des ménages français est peu diversifiée, les principaux encours financiers nets des ménages²¹³ sont ainsi investis à 86 % en numéraire, dépôts et assurance-vie et fonds de pension. Cette proportion est plus faible en Allemagne, en Espagne et en Italie²¹⁴.

Graphique 86 : Comparaison des principaux encours financiers de ménages européens en 2018



Source : Eurostat

Cette concentration de l'épargne sur des supports sans risque et peu rentables peut constituer un risque à long terme dans la mesure où les dépenses liées au vieillissement de la population devraient augmenter à l'avenir. Les épargnants ayant un horizon d'investissement long (ceux qui épargnent en vue de la retraite par exemple) devraient investir une part significative de leur épargne en actifs financiers puisque ces supports offrent, à long terme, un rendement généralement supérieur aux produits bancaires²¹⁵. Les produits bancaires plébiscités par les ménages français ne répondent sans doute pas de manière optimale à des préoccupations de long terme. Selon le dernier Baromètre de l'épargne et de l'investissement de l'AMF, 51 % des sondés ayant épargné estiment que leur épargne sera insuffisante pour la retraite. Il est ainsi possible que l'épargne des Français soit insuffisante pour faire face aux dépenses liées au vieillissement.

4.2.2. Les épargnants sont-ils toujours bien conseillés ?

L'AMF a lancé une nouvelle campagne de visites mystères en 2018/2019 afin d'évaluer les pratiques commerciales après l'entrée en vigueur de MIF2. Comme dans les campagnes précédentes, deux profils de prospects ont été testés : un « risquophobe » et un « risquophile » dans les 11 principaux réseaux bancaires en France. Cette année, deux types de clients distincts ont été testés : les prospects et les nouveaux clients²¹⁶. Les résultats montrent une hausse du nombre de propositions commerciales spontanées

²¹³ Ménages et entrepreneurs individuels.

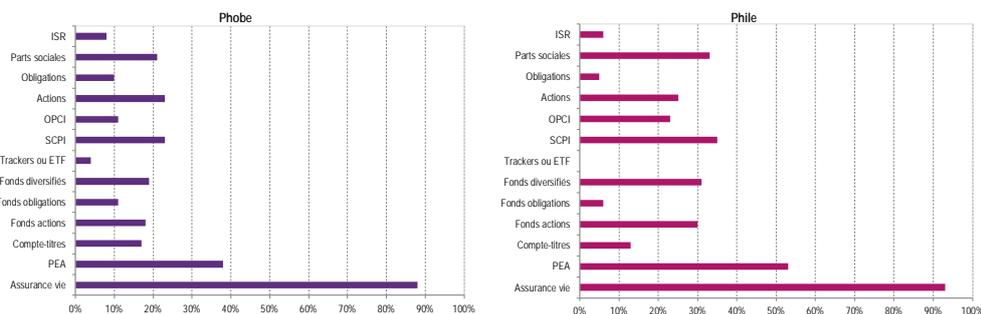
²¹⁴ Ces pays ont été retenus car leur développement économique et leur système de protection social présentent des similitudes avec la France.

²¹⁵ P.E. Darpeix et N. Mosson (2018) montrent qu'entre 1987 et 2017, pour un placement sur 10 ans, le rendement réel annualisé s'est établi, en moyenne, à 3,3 % pour un fonds obligataire investi en obligations souveraines françaises de maturité 10 ans, à 2,7 % pour un fonds actions investi sur le CAC 40 et 1,3 % pour le Livret A.

²¹⁶ Les « nouveaux clients » ont suivi exactement le même parcours que les « prospects » avec des étapes supplémentaires qui sont l'ouverture d'un compte de dépôt, le versement de 500 euros, puis la souscription d'un produit financier.

faites par le conseiller bancaire (3,6 produits ont été proposés en moyenne contre 3,1 en 2015). Contrairement aux années passées, l'épargne financière a davantage été proposée au détriment de l'épargne bancaire. L'assurance vie reste l'enveloppe la plus offerte, elle a été proposée spontanément par 90 % des conseillers (Graphique 87). Par rapport à 2015, le PEA a davantage été proposé par les conseillers : plus de la moitié l'a proposé au prospect « risquophile » (contre 35 % en 2015) et un tiers l'a proposé au prospect « risquophobe » (contre 23 % en 2015). En termes de produits, les fonds immobiliers (OPCI et SCPI) ont été les plus proposés, suivis par les fonds diversifiés et actions.

Graphique 87 : Détail des propositions commerciales faites par les conseillers selon le profil des clients



Source : AMF

Source : AMF

Ces dernières visites mystères mettent en évidence une plus grande promotion de l'épargne financière par les conseillers bancaires, qui pourrait donc inciter les épargnants ayant un horizon d'investissement suffisamment long, à investir en produits financiers.

L'évaluation de l'expérience et des connaissances du client doit être améliorée

La qualification de la situation du prospect (situation professionnelle, revenus, patrimoine etc.) a globalement progressé depuis 2015. Toutefois, les nouvelles questions introduites par MIF2 (capacité à supporter des pertes, tolérance au risque) ne sont pas systématiquement posées. De même, l'expérience et les connaissances financières des visiteurs-mystère sont peu questionnées. Concernant les connaissances du client en matière financière, plus de 20 % des conseillers ont demandé aux prospects risquophobes de s'auto-évaluer.

Les pratiques se sont donc améliorées par rapport à 2015 mais des progrès restent à faire, notamment sur l'évaluation des connaissances financières, afin que les propositions des conseillers bancaires soient plus adaptées au profil des clients.

4.2.3. L'information reçue par les investisseurs n'est pas toujours claire, exacte et non trompeuse

Les contrôles « SPOT » (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique) menés par l'AMF en 2018 montrent que l'information n'est pas systématiquement claire et complète. L'AMF a réalisé des contrôles SPOT auprès de dix prestataires de services d'investissement hors sociétés de gestion de portefeuille sur les thèmes de la conformité des mandats de gestion et des frais dans la gestion sous mandat²¹⁷. Il ressort de ces contrôles que l'information communiquée aux investisseurs pourrait être améliorée :

- les informations relatives à la gestion sous mandat ou aux frais sont parfois trop éparpillées ;

²¹⁷ Synthèse des contrôles SPOT gestion sous mandat. Autorité des marchés financiers, mai 2019.

- les informations concernant les frais ne sont pas nécessairement complètes ou mises à jour ;
- l'univers d'investissement et l'allocation d'actifs n'est pas toujours explicite ;
- les conséquences des retraits fréquents ou importants ne sont pas toujours mentionnées.

Les épargnants doivent également se méfier de l'existence des fonds pseudo-actifs et bien vérifier l'information reçue, les frais facturés et la performance nette. La possible existence de fonds pseudo-actifs constitue pour les régulateurs un enjeu à la fois en termes d'information financière et de protection des investisseurs. C'est pourquoi des régulateurs financiers dont l'AMF²¹⁸ et des associations de protection des consommateurs s'intéressent à cette problématique. Les analyses menées par les régulateurs n'avaient jusqu'à présent pu aboutir (notamment au Danemark²¹⁹ ou en Suède²²⁰) mais des investisseurs ont récemment été indemnisés. Ce fut le cas en mars 2018 au Royaume-Uni où le régulateur a annoncé que les investisseurs avaient été indemnisés à hauteur de 34 millions de livres²²¹. En mai 2019, le fonds norvégien *DNB Asset Management* s'est vu contraint d'indemniser ses investisseurs à hauteur de 35 millions d'euros²²².

4.2.4. Les épargnants à la recherche de rendement restent attirés par les produits spéculatifs ou atypiques

De nombreux épargnants à la recherche de rendement se sont tournés vers les produits spéculatifs ou atypiques comme le *trading* sur le marché des changes (*forex*), les *contracts for difference* (CFD), les options binaires mais aussi les biens divers (diamants d'investissement, placements œnologiques, et plus récemment cheptel bovin ou cannabis thérapeutique *etc.*) ou encore les crypto-actifs. Les mesures de *product intervention*²²³ prises par l'ESMA, ainsi que par l'AMF en application de la loi Sapin 2²²⁴ ont permis de faire drastiquement reculer la commercialisation de ces produits, ce que traduit sans doute la baisse du nombre de demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus par le service Epargne Info Service (EIS) de l'AMF au sujet du *forex*, des options binaires et des diamants d'investissement (Graphique 88). Malgré un intérêt marqué pour les crypto-actifs, le nombre total de demandes reçues par EIS diminue légèrement depuis la fin de l'année 2018.

²¹⁸ L'AMF a publié en juillet 2018 une étude à ce sujet : A. Demartini et N. Mosson (2018). Fonds pseudo-actifs (*closet index funds*) : une contribution au débat en Europe. Risques et Tendances de l'Autorité des Marchés Financiers, juillet 2018. <https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F07e69596-6cde-448c-bd78-503210e61489>

²¹⁹ Le régulateur de marché danois a ainsi publié en 2014 une étude qui estimait à 30 % (près de 12 % en seconde analyse) la proportion de fonds actions domiciliés au Danemark et identifiés comme potentiellement pseudo-actifs. Après une évaluation individuelle de chaque fonds, le régulateur danois n'a pu conclure que cette pratique était avérée et a décidé de ne pas poursuivre son action.

²²⁰ En Suède, une plainte a été déposée fin 2014 contre Swedbank Robur pour ventes abusives de fonds pseudo-actifs auprès d'investisseurs mais elle n'a pas abouti.

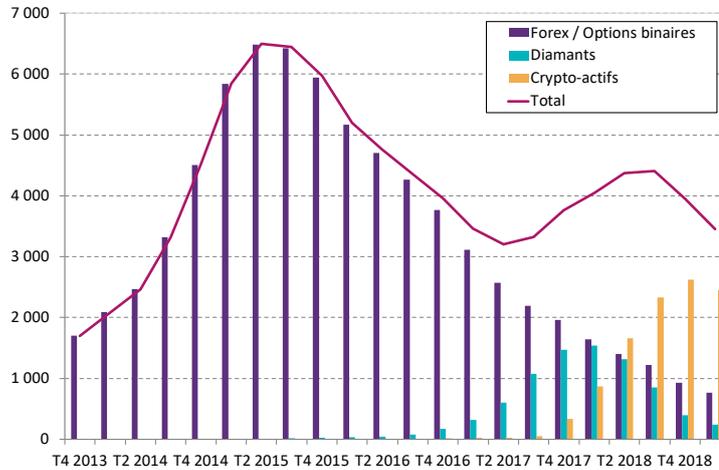
²²¹ Communiqué de la FCA du 14/03/2018, <https://www.fca.org.uk/firms/authorised-and-recognised-funds/closet-trackers>

²²² Reuters : « *Norway's DNB faces compensation bill for overcharging fund investors* », mai 2019.

²²³ La directive MIF2 prévoit ce nouveau pouvoir pour l'ESMA et les autorités nationales compétentes dans des cas bien précis, comme par exemple une menace pour la protection des investisseurs. Ces mesures ont permis l'interdiction de la commercialisation, de la distribution et de la vente d'options binaires aux particuliers. Concernant les CFD, leur commercialisation, distribution et vente aux particuliers est autorisée sous certaines conditions.

²²⁴ La loi Sapin 2 (promulguée le 9 décembre 2016) interdit la publicité par voie électronique pour les options binaires et les CFD sans protection intrinsèque et facilite la fermeture des sites contrevenants. Les acteurs proposant des placements atypiques relèvent du régime de l'intermédiation en biens divers et sont tenus, depuis la loi Sapin 2, de déposer un document d'information à l'AMF et d'obtenir un numéro d'enregistrement préalablement à toute communication commerciale et à toute campagne de démarchage. Or, à ce jour, aucun prestataire proposant d'investir dans les diamants ne s'est vu délivré ce numéro d'enregistrement.

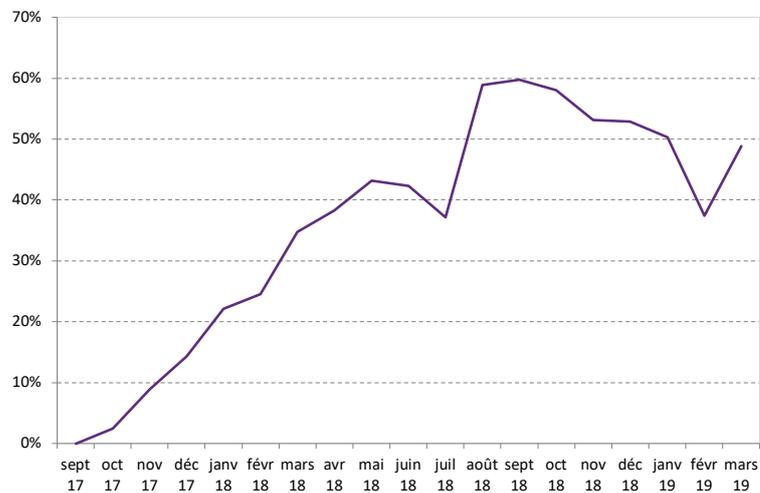
Graphique 88 : Nombre de demande d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF (somme sur une année glissante)



Source : AMF

Néanmoins, parmi les demandes adressées depuis septembre 2017 à EIS à propos des crypto-actifs, on trouve de moins en moins de demandes d'information et de plus en plus de réclamations (Graphique 90).

Graphique 89 : Part des réclamations au sein des demandes adressées à EIS concernant les crypto-actifs



Source : AMF

Il est à craindre que certains acteurs frauduleux se redéployent sans cesse sur d'autres produits

Depuis le début de l'année 2019, une hausse des demandes sur de nouveaux types de produits (placements œnologiques et investissement dans les cheptels) peut être observée. Les demandes concernant ces produits ont débuté en janvier 2019 et augmentent tous les mois : les demandes adressées à EIS concernant les placements œnologiques et les investissements dans les cheptels représentaient respectivement 7 % et 5 % des demandes en janvier 2019 contre 11 % et 7 % en mars 2019.

Les cycles sur les produits spéculatifs ou atypiques se succèdent donc, permettant à certains acteurs frauduleux de renouveler en permanence les escroqueries et d'affecter ainsi un nombre toujours plus important d'épargnants.

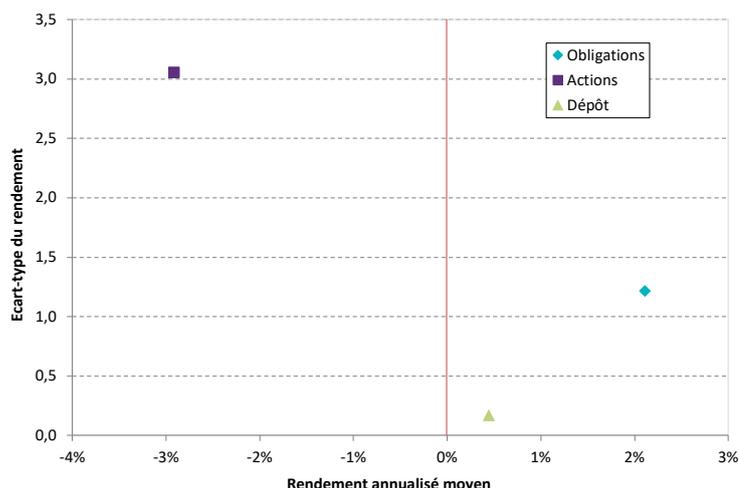
4.3. LA PERFORMANCE DES PRODUITS FINANCIERS

4.3.1. Quelle performance pour l'épargne financière si la France connaissait un scénario à la japonaise ?

La sortie repoussée des politiques monétaires ultra accommodantes évoquée au Chapitre 1 invite à considérer l'éventualité que la France connaisse un scénario « à la japonaise » mêlant des taux d'intérêt bas, une intervention massive de la Banque centrale, des excès d'endettement public et des pressions déflationnistes. Il est dès lors intéressant d'examiner les meilleures stratégies d'épargne pour un investisseur confronté à un environnement macro-financier similaire à celui qu'a connu le Japon lors des 30 dernières années. Pour ce faire, on étudie le cas d'un investisseur français investissant en France sur des indices actions et obligations alternatifs dont les rendements réels correspondent à ceux qui ont été observés au Japon depuis 1987²²⁵.

Entre 1987 et 2017, pour un investissement unique en début de période sur une durée de 10 ans, le rendement réel net annualisé d'un fonds action répliquant le comportement du Topix (dividendes réinvestis) s'est établi, en moyenne, à -2,9 %, contre 2,1 % pour un fonds obligataire répliquant le comportement des obligations souveraines japonaises d'une maturité de 10 ans (coupons réinvestis) et 0,4 % pour les dépôts bancaires. Cette sous-performance s'est accompagnée d'une volatilité plus élevée pour les actions (Graphique 90).

Graphique 90 : Rendements annualisés moyens et écarts-types des placements en actions japonaises, en obligations japonaises et en dépôts pour une durée de 10 ans



Source : Datastream, calculs AMF

²²⁵ P.E. Darpeix et N. Mosson (2018). La performance comparée des différentes stratégies d'épargne sur supports étrangers. Risques et Tendances de l'Autorité des Marchés Financiers, fév. 2019. <https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2Fc435cf7b-88f5-4a8e-b7fe-311e24e25fc8>

Par ailleurs, l'étude confirme incidemment l'intérêt du rééquilibrage régulier pour un investisseur disposant d'un portefeuille diversifié, composé pour moitié d'actions et pour moitié d'obligations, afin de conserver l'allocation initiale. Pour un investissement unique en début de période pour une durée de 10 ans, le portefeuille diversifié rééquilibré annuellement a offert un rendement annualisé moyen de 0,4 % contre 0,3 % pour le portefeuille diversifié mais non rééquilibré.

Le très faible rendement des actions japonaises sur une période de 30 ans est atypique lorsque l'on compare à l'historique d'autres pays (France, Allemagne et États-Unis notamment). Néanmoins, les épargnants doivent prendre en compte le contexte macro-financier avant tout investissement, ce dernier pouvant influencer significativement le rendement des différentes classes d'actifs et remettre en cause les résultats obtenus pour d'autres pays ou d'autres époques.

4.3.2. La diversification géographique réduit-elle le risque pour l'investisseur ?

Le célèbre adage « ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier » incite les investisseurs à diversifier leurs placements afin d'en réduire le risque. Pour vérifier la véracité de ce proverbe, on peut illustrer le comportement sur le long terme d'un portefeuille d'actions diversifié géographiquement en calculant la moyenne et la variance du rendement de ce portefeuille. Il s'agit ici de quantifier les gains procurés par la diversification géographique et de déterminer si un portefeuille ainsi diversifié est meilleur en ce qu'il permet (historiquement) de réduire la variabilité du rendement par rapport à un portefeuille investi sur un marché unique.

Un portefeuille constitué progressivement grâce à un versement mensuel nominal de 100 € et investi à 40 % sur l'indice CAC 40, à 40 % sur l'indice S&P 500 et à 20 % sur l'indice Topix a donc été construit²²⁶. Le portefeuille n'est pas couvert contre le risque de change. Ce portefeuille sera comparé, en termes de rendement et de risque, à un portefeuille investi intégralement sur le CAC 40.

Trois horizons de placement (10 ans, 15 ans et 20 ans) sont considérés pour calculer un taux de rendement réel constant équivalent (TCE)²²⁷.

Quel que soit l'horizon d'investissement (10 ans, 15 ans ou 20 ans), l'écart-type du portefeuille diversifié est supérieur à l'écart-type du portefeuille investi sur le CAC 40. Pour un placement de 15 ou 20 ans, le TCE annualisé moyen du portefeuille diversifié est inférieur au rendement du portefeuille investi sur le CAC 40.

Tableau 8 : Valeur moyenne et écart-type du TCE annualisé pour un horizon de placement de 10, 15 et 20 ans

	10 ans		15 ans		20 ans	
	Portefeuille diversifié	CAC 40	Portefeuille diversifié	CAC 40	Portefeuille diversifié	CAC 40
TCE moyen	6,09%	6,00%	3,99%	4,21%	3,83%	3,86%
Ecart-type	6,70%	6,03%	3,04%	2,85%	1,41%	1,09%

Source : Datastream, calculs AMF

²²⁶ Les calculs présentés incluent le réinvestissement des dividendes mais ne prennent pas en compte la fiscalité et les frais.

²²⁷ Le taux de rendement réel constant équivalent est le taux unique (stable sur toute la période) qui égalise la somme des versements et le montant final obtenu.

Pour un horizon d'investissement de 15 ou 20 ans, le portefeuille investi sur le CAC 40 présente un couple rendement-risque plus intéressant : il offre un TCE plus élevé et un écart-type plus faible que le portefeuille diversifié. La diversification géographique n'est donc pas nécessairement synonyme de variabilité moindre.

La diversification géographique ne permet pas nécessairement de réduire la variabilité du rendement du portefeuille

Ces résultats semblent s'expliquer par une corrélation forte entre les indices boursiers français et américain et un indice boursier nippon, certes moins corrélé aux deux autres, mais dont les performances furent décevantes sur la période étudiée. La diversification géographique au sein d'une même classe d'actifs n'est donc pas toujours suffisante pour réduire le risque de son portefeuille, un investisseur pourrait donc penser à tort avoir efficacement diversifié son portefeuille. Afin d'obtenir une diversification plus efficace, une solution pourrait résider dans la sélection d'indices boursiers moins corrélés, comme les indices des pays émergents par exemple, ou dans la sélection de différentes classes d'actifs.

4.3.3. Les produits structurés peuvent-ils réconcilier les Français et la bourse ?

Dans une étude à paraître prochainement, l'AMF a analysé l'évolution de la complexité des produits structurés commercialisés en France entre 2001 et 2018 et leur performance. Les produits structurés peuvent prendre la forme de fonds ou de titres de créances, le montant récupéré à la fin de la durée d'investissement (connue à l'avance) est déterminé par une formule qui s'appuie sur l'évolution d'un sous-jacent tel qu'un indice action, un panier d'actions etc. En octobre 2010, l'AMF et l'ACPR ont publié conjointement des éléments de doctrine visant à limiter la complexité des produits structurés (Position AMF DOC-2010-05 et Recommandation ACPR 2010-R-01). L'un des critères utilisés pour déterminer la complexité d'un produit structuré concerne le nombre de mécanismes compris dans la formule de calcul du gain ou de la perte de l'instrument financier. Ces éléments de doctrine ont fait l'objet d'une modification en décembre 2016, qui a conduit à intégrer dans le comptage des mécanismes de calcul des éléments de complexité présents dans l'actif sous-jacent.

En s'inspirant de la littérature académique existante sur le sujet (notamment Célérier et Vallée (2017)²²⁸) et des critères utilisés par l'AMF, l'étude construit 4 indicateurs de complexité :

- le nombre de mécanismes que comprend la formule ;
- le nombre de scénarios au sein de la formule ;
- le nombre de nœuds au sein de la formule ; et
- la complexité de l'indice sous-jacent.

L'étude montre que la complexité mesurée par le nombre de mécanismes a décru après la mise en œuvre de la position 2010-05. Toutefois, ce mouvement a été contrebalancé par une augmentation des scénarios et des nœuds. La prise en compte depuis 2016 de la complexité de l'indice sous-jacent a eu, quant à elle, des effets mitigés.

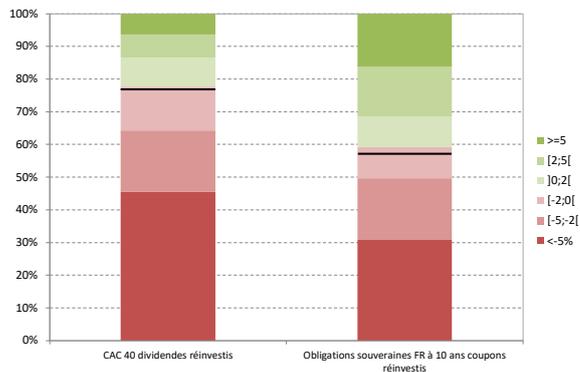
Plus de la moitié des produits structurés sous-performent l'indice obligataire ou l'indice actions

Dans une seconde partie, l'étude analyse la performance brute (i.e. hors frais) annualisée des produits structurés, puis la compare à la performance annualisée d'investissements alternatifs en actions ou obligations sur la même période. Corrigée de l'inflation, la performance annualisée brute des produits structurés est positive pour 75 % des produits. Mais il apparaît que plus de la moitié des produits structurés (59 %) sous-performent

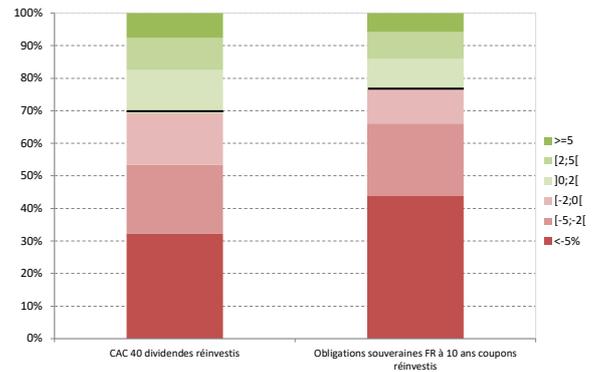
²²⁸ Célérier, C., & Vallée, B. (2017). Catering to investors through security design: Headline rate and complexity. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(3), 1469-1508.

les obligations souveraines françaises à 10 ans (coupons réinvestis), et plus des trois quarts (78 %) sous-performent le CAC 40 (dividendes réinvestis).

Graphique 91 : Proportion des produits structurés de l'échantillon selon leur écart de performance brute annualisée avec différents indices (en nombre)



Graphique 92 : Proportion des produits structurés de l'échantillon selon leur écart de performance brute annualisée avec différents indices (en volume)



Source : Structured Retail Products, Datastream, calculs AMF

Note de lecture : Les produits se situant au-dessus du trait noir correspondent aux produits ayant obtenu une performance annualisée supérieure à celle du CAC 40 ou des obligations souveraines.

Il est intéressant de noter que la complexité des produits impacte négativement leur performance.

LISTE DES ACRONYMES

AEMF	<i>Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)</i>	HY	High Yield
AFG	Association française de la Gestion Financière	IBOR	<i>Interbank Offered Rate</i>
AIFM	<i>Alternative Investment Fund Managers</i>	ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
ARRC	<i>Alternative Reference Rate Committee</i>	INSEE	Institut national de la statistique et des études
ASPIM	Association française des sociétés de placement immobilier	IS	Internalisateur systématique
BCE	Banque centrale européenne	ISBLSM	Institution sans but lucratif au service des ménages
BMR	Le Règlement <i>Benchmark</i>	ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
BRI	Banque des règlements internationaux	ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>
CBI	<i>Climate Bonds Initiative</i>	ISR	Investissement Socialement Responsable
CCP(s)	<i>Central Counterparty Clearing</i> (Chambres de compensation)	LBO	<i>Leveraged BuyOut</i>
CCSF	Comité Consultatif du Secteur Financier	LCH	<i>London Clearing House</i>
CDS	<i>Credit default swap</i> (Dérivés sur risque de crédit)	LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i>
CEPD	Comité européen de la protection des données	LIS	<i>Large In Scale</i>
CESR	Comité des régulateurs européens de valeurs mobilières	LVNAV	<i>Low Volatility Net Asset Value</i>
CFA	<i>Chartered Financial Analyst</i>	MI	Marges initiales
CFD	<i>Contracts for difference</i>	MIF2	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers 2
CLOs	Collateralized Loan Obligations	MIFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
CNAV	<i>Constant Net Asset Value</i>	MMoU	<i>Multilateral Memorandum of Understanding</i>
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i>	MMSR	<i>Money Market Statistical Reporting</i>
DFA	<i>Dodd Frank Act</i>	MTF	Multilateral trading facility
EBITDA	Earnings before Interest and Taxes Depreciation Amortization	MV	Marges de variation
ECB	<i>European Central Bank</i> (BCE)	NAV	<i>Net asset value</i>
EEE	Espace Économique Européen	NFC+	<i>Non Financial Counterparties+</i>
EFAMA	Association européenne de la gestion d'actifs	OAS	<i>Option-adjusted spread</i>
EIS	Epargne Info Service	OCC	<i>Office of the Comptroller of the Currency</i>
EMEA	Europe-Moyen-Orient-Afrique	OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
EMIR	<i>European Market Infrastructures Regulation</i>	OFS	Organismes de Financement Spécialisés
REFIT	Regulatory Fitness and Performance programme	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
EMMI	<i>European Money Markets Institute</i>	OMC	Organisation Mondiale du Commerce
EONIA	<i>Euro OverNight Index Average</i>	OPC	Organisme de placement collectif
ESG	<i>Environnementaux, sociaux et de gouvernance</i>	OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i>	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
€STR	<i>Euro Short-Term Rate</i>	OPEP	Organisation de pays producteurs de pétrole
ETD	<i>Exchange Traded Derivatives</i>	OPPCI	Organismes de placement professionnel collectif immobilier
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (Produit indiciel coté)	OT	Organismes de Titrisation
ETI	Entreprise de taille intermédiaire	OTC	<i>Over the counter</i> (de gré à gré)
EURIBOR	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>	OTF	<i>Organised Trading Facility</i> (systèmes organisés de négociation)
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>	PATER	Patrimoine Temps et du Risque
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise	PEA	Plan épargne en actions
FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation	PEE	Plan d'épargne entreprise
FCPR	Fonds Communs de Placement à Risque	PEL	Plan épargne logement
FED	Réserve Fédérale des États-Unis	PEP	Plan épargne populaire
FIA	Fonds d'investissement alternatif	PER	<i>Price Earning Ratio</i>
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité	PERCO	Plan d'épargne retraite collectif
FMI	Fonds monétaire international	PIB	Produit intérieur brut
FPCI	(Fonds Professionnels de Capital-Investissement)	PME	Petites et moyennes entreprises
FPS	Fonds Professionnels Spécialisés	PMI	Petites et moyennes industries
FSB	<i>Financial Stability Board</i> (CSF)	PSI	Prestataires de services d'investissement
FSMA	<i>Financial Services and Markets Authority</i>	PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
GC	<i>General Collateral</i>	QE	<i>Quantitative easing</i>
HCSF	Haut Conseil de Stabilité Financière	RDB	Revenu disponible brut
HFR	<i>Hedge Fund research</i>	RFQ	<i>Request For Quotes</i>
HFT	<i>High Frequency Trading</i> (trading haute fréquence)		

RFR	<i>Risk Free Rates</i>
SC	<i>Specific Collateral</i>
SCPI	Société civile de placement immobilier
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFC	<i>Small Financial Counterparties</i>
SGP	Sociétés de gestion de portefeuille
SICAV	Société d'investissement à capital variable
SLP	Sociétés de Libre partenariat
SMN	Système multilatéral de négociation
SMS	<i>Standard Market Size</i>
SNF	Sociétés Non Financières
SOFR	<i>Secured Overnight Funding Rate</i>
SONIA	<i>Sterling OverNight Index Average</i>
SPOT	Supervision des Pratiques Opérationnelles et Thématiques
SPV	<i>Special Purpose Vehicles</i>
STO	<i>Share trading obligation</i>
TCE	Taux de rendement réel Constant Équivalent
TEEC	Transition énergétique et écologique pour le climat
TLTRO-III	<i>Targeted longer-term refinancing operations</i>
TOPIX	<i>Tokyo stock Price Index</i>
U.E.	Union européenne (EU)
VNAV	<i>Variable net asset value</i>
WAL	Vie moyenne pondérée
WAM	Maturité moyenne pondérée maximale
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WGMR	<i>Working Group on Margin Requirement</i>

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Évolution du PIB volume.....	10
Graphique 2 : Indices composite des directeurs d'achat (PMI).....	10
Graphique 3 : Évolution des exportations.....	10
Graphique 4 : Échanges entre la Chine et les États-Unis.....	10
Graphique 5 : Évolution du PIB volume pour quelques pays développés	11
Graphique 6 : Variation de la détention de la dette souveraine italienne	12
Graphique 7 : Évolution des prix à la consommation (% var. sur un an).....	13
Graphique 8 : Ratio cours / valeur comptable des indices actions bancaires des principaux pays européens	14
Graphique 9 : Taux des emprunts d'État à 10 ans.....	14
Graphique 10 : Écart de taux (10 ans - 1 an) sur les obligations souveraines américaines	15
Graphique 11 : <i>Spread corporate</i> en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation	16
Graphique 12 : Évolution de quelques indices boursiers dividendes réinvestis.....	16
Graphique 13 : Indices de volatilité implicite.....	16
Graphique 14 : Price Earning Ratio	17
Graphique 15 : Émissions brutes d'obligations spéculatives par les sociétés non financières selon la nationalité de l'émetteur	18
Graphique 16 : Taux d'endettement brut des SNF.....	18
Graphique 17 : Endettement des SNF en France	18
Graphique 18 : Dette brute et dette nette consolidées des SNF françaises.....	19
Graphique 19 : Dette brute et dette nette consolidées des SNF américaines	19
Graphique 20 : Capacité de remboursement des SNF françaises	19
Graphique 21 : Capacité de remboursement des SNF américaines	19
Graphique 22 : Décomposition de la dette des entreprises américaines et françaises de catégorie investissement par notation.....	20
Graphique 23 : Encours des obligations d'entreprise de catégorie spéculative (<i>High Yield</i>) aux États-Unis et en France par notation.....	21
Graphique 24 : Émissions d'obligations vertes.....	22
Graphique 25 : Levées de capitaux lors des opérations d'introductions en bourse.....	23
Graphique 26 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe par place de cotation ...	24
Graphique 27 : Évolution du nombre de sociétés cotées.....	24
Graphique 28 : Concentration des marchés boursiers : poids des 15 plus grandes capitalisations ...	25
Graphique 29 : Couverture des sociétés européennes cotées à Paris selon le nombre d'analystes en fonction de la taille.....	26
Graphique 30 : Parts de marché des bureaux de recherche (%) en fonction de la capitalisation boursière des sociétés.....	27
Graphique 31 : Capitalisations boursières.....	29
Graphique 32 : Volume de transactions sur actions.....	29
Graphique 33 : Évolution de la structure des marchés actions français	31
Graphique 34 : Part de marché des IS dans les volumes totaux par type de transaction	32
Graphique 35 : Répartition des transactions des IS selon leur taille	33
Graphique 36 : Évolution de la part de marchés de volumes échangés au fixing en France et sur les principaux marchés européens	34
Graphique 37 : Évolution des indicateurs de liquidité des marchés obligataires français	37
Graphique 38 : Répartition des volumes échangés en 2018 par lieu de négociation	39
Graphique 39 : Le marché repo en Europe	40
Graphique 40 : Prêt de titres par les banques de l'Eurosystème	41
Graphique 41 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global	45
Graphique 42 : Montants en valeur de marché brute.....	45
Graphique 43 : Expositions brutes de crédit	46
Graphique 44 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie ..	46
Graphique 45 : Encours mondial (notionnel) des <i>credit default swaps</i> par type de contrepartie	46
Graphique 46 : Évolution des encours	56
Graphique 47 : Parts de marché à fin 2018.....	56
Graphique 48 : Évolution de la collecte.....	56
Graphique 49 : Évolution des encours d'ETF (hors fonds de fonds), par pays de domiciliation.....	57
Graphique 50 : Encours de la gestion collective en Europe (hors fonds de fonds)	58

Graphique 51 : Nombre de fonds.....	59
Graphique 52 : Encours moyen.....	59
Graphique 53 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds actions français.....	60
Graphique 54 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds obligataires français.....	61
Graphique 55 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds mixtes français.....	61
Graphique 56 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds « autres » français.....	61
Graphique 57 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds monétaires français.....	62
Graphique 58 : Évolution de l'encours de la gestion collective et de la gestion sous mandat français.....	67
Graphique 59 : Décomposition par type de fonds en 2018.....	68
Graphique 60 : Encours mondiaux de <i>private equity</i>	68
Graphique 61 : Historique des encours en zone euro.....	69
Graphique 62 : <i>Private equity</i> – montant global des liquidités à investir (<i>dry powder</i>).....	69
Graphique 63 : Schéma d'un fonds de <i>Leveraged BuyOut</i>	70
Graphique 64 : Multiples de valorisation des opérations de <i>private equity</i> en Europe.....	70
Graphique 65 : Fonds levés par le <i>private equity</i> en Europe par type d'investisseur.....	70
Graphique 66 : Répartition de l'actif net des FIA par sous-stratégies d'investissement.....	76
Graphique 67 : Autres fonds.....	77
Graphique 68 : Fonds de fonds.....	77
Graphique 69 : Fonds de <i>private equity</i>	77
Graphique 70 : Fonds immobiliers.....	77
Graphique 71 : Catégories fines d'investisseurs par stratégies.....	78
Graphique 72 : Actif net des <i>hedge funds</i> reportant en France par domicile et exposition totale.....	82
Graphique 73 : Exposition des <i>hedge funds</i> par sous-stratégie.....	83
Graphique 74 : Structure par termes de l'actif et du passif des <i>hedge funds</i>	83
Graphique 75 : Décomposition du patrimoine des ménages.....	85
Graphique 76 : Structure de l'actif brut des ménages à fin 2017.....	85
Graphique 77 : Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages.....	86
Graphique 78 : Principaux encours financiers nets des ménages.....	87
Graphique 79 : Principaux flux de placements financiers nets des ménages.....	88
Graphique 80 : Décomposition des flux de placements au sein du poste « numéraire et dépôts »... 90	90
Graphique 81 : Évolution des fonds immobiliers français.....	90
Graphique 82 : Évolution de l'actif en épargne salariale.....	91
Graphique 83 : Répartition de l'encours de l'épargne salariale au 31 décembre 2018 selon les catégories d'actifs.....	92
Graphique 84 : Taux de détention par grand type d'actifs et par âge* en France début 2018.....	92
Graphique 85 : Taux de détention de différents placements liés aux actions et évolution du CAC 40.....	93
Graphique 86 : Comparaison des principaux encours financiers de ménages européens en 2018....	94
Graphique 87 : Détail des propositions commerciales faites par les conseillers selon le profil des clients.....	95
Graphique 88 : Nombre de demande d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF.....	97
Graphique 89 : Part des réclamations au sein des demandes adressées à EIS concernant les crypto- actifs.....	97
Graphique 90 : Rendements annualisés moyens et écarts-types des placements en actions japonaises, en obligations japonaises et en dépôts pour une durée de 10 ans.....	98
Graphique 91 : Proportion des produits structurés de l'échantillon selon leur écart de performance brute annualisée avec différents indices.....	101
Graphique 92 : Proportion des produits structurés de l'échantillon selon leur écart de performance brute annualisée avec différents indices.....	101

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : Mesurer la liquidité des marchés obligataires français	38
Encadré 2 : Défaut d'Einer Aas adhérent de la chambre de compensation Nasdaq OMX AB	47
Encadré 3 : Un environnement post <i>Brexit</i> encore très incertain	53
Encadré 4 : Échanges de données de supervision : malgré les progrès, certains risques subsistent ..	54
Encadré 5 : Types de fonds de <i>private equity</i> et structure des fonds de <i>Leveraged BuyOut</i> (LBO).....	70
Encadré 6 : Enjeux liés au développement des critères ESG dans la gestion	83
Encadré 7 : Le patrimoine des ménages selon l'âge.....	92

« Risques et tendances » est une publication réalisée par la Division Études, stabilité financière et risques de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers.

Directeur de la publication
Stéphane Gallon

Équipe de rédaction
Kheira Benhami
Pierre-Emmanuel Darpeix
Anne Demartini
Laurent Grillet-Aubert
Caroline Le Moign
Natacha Mosson

Secrétariat
Séverine Coualier