



JUILLET 2018

CARTOGRAPHIE 2018 DES MARCHÉS ET DES RISQUES



Risques &
tendances



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS



Achévé de rédiger le 30 juin 2018

Cette étude a été coordonnée par la Division Études, stratégie 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.



Au cours de l'année écoulée depuis notre dernière cartographie, les marchés financiers ont connu des changements significatifs, qu'il s'agisse de leur structure ou de leur environnement (économique, politique).

L'environnement économique a été favorable avec une croissance soutenue et générale sans que la remontée des taux d'intérêt américains ne se diffuse pour le moment trop négativement vers d'autres zones géographiques (les pays émergents y sont traditionnellement très sensibles). Les pics de volatilité comme en février 2018 n'ont été que de courte durée, ainsi que les corrections qu'ils ont accompagnées. Les tensions internationales n'en demeurent pas moins très présentes avec, outre les risques géopolitiques, le début d'une guerre commerciale qui a été enclenchée par les États-Unis avec des mesures qui ne sont pas sans rappeler le *Smoot-Hawley Tariff Act* de 1930 et qui font peser une menace à la fois sur la croissance, sur l'inflation et sur les changes. La désynchronisation des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, et la mise en place d'un *policy-mix* inédit aux États-Unis (relance budgétaire en haut de cycle, alors que la Fed procède à un resserrement monétaire), n'ont pour le moment pas pesé sur les marchés mais participent à accroître leurs risques compte tenu de l'incertitude sur leurs effets.

Les développements de l'année écoulée ne remettent donc pas en cause, loin s'en faut, les principaux risques qui avaient été identifiés l'an dernier dans notre cartographie. D'abord celui d'une correction sur les marchés financiers, alors que les valorisations paraissent plus que jamais élevées au regard de multiples indicateurs (prime de risque, prime de terme, *spreads*, etc.). Les marchés actions, en particulier américains, et les marchés obligataires plus généralement paraissent ainsi les plus vulnérables. Ensuite, le risque lié à la solvabilité des émetteurs, compte tenu des niveaux d'endettement atteints et de leur dynamique qui ne montre pas d'inflexion, alors que les taux d'intérêt sont maintenant orientés à la hausse et que la normalisation monétaire n'est qu'annoncée dans la zone euro.

Parallèlement, le système financier est devenu plus robuste et les informations tirées des *reportings* réglementaires (EMIR, AIFM) permettent de réviser à la baisse certains risques : risques venant des marchés dérivés, risques de liquidité des fonds d'investissement par exemple.

Les marchés européens sont affectés en profondeur par la mise en place, qui s'est d'ailleurs déroulée sans accroc, de nouvelles réglementations au premier rang desquelles la directive MIF2. Notre vigilance doit maintenant porter sur l'atteinte réelle de certains objectifs poursuivis, comme la transparence accrue sur les marchés, alors que de nouveaux modes de négociation se font jour. Nous devons analyser ces évolutions. Nous devons également examiner les éventuels effets indésirables de certaines règles comme celles imposées sur le financement de la recherche, qui pourraient se traduire par un appauvrissement pour des segments comme celui des PME-ETI.

L'année à venir sera pour sa part marquée par le risque de *Hard Brexit*, si aucun accord ne permet de mettre en place une période de transition le 29 mars 2019 (date où le Royaume-Uni doit sortir de l'Union européenne). L'incertitude autour des négociations politiques en cours entre le Royaume-Uni et l'Union, autour de leur issue favorable et de leur approbation finale par les parlements compétents, doit conduire les acteurs des marchés financiers à se préparer à toute éventualité. L'accès au marché, et les produits dérivés (compensés au Royaume-Uni, ou non compensés mais impliquant un acteur britannique) paraissent les plus exposés. À neuf mois de l'échéance et alors que certaines révisions de textes européens sont encore en négociation, il convient de réfléchir à des solutions pratiques pour les intervenants. À plus long terme, c'est le risque de fragmentation des marchés, de divergence réglementaire voire de concurrence réglementaire nivelant par le bas les protections créées après la crise de 2007, qui ferait peser une menace sur les marchés financiers, non seulement en raison du *Brexit* mais aussi d'un contexte international plus propice à la déréglementation.

Robert Ophèle,
Président de l'Autorité des marchés financiers

SOMMAIRE

SYNTHÈSE	5
CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	12
1.1 L'ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER S'EST AMÉLIORÉ EN 2017 MAIS LES INCERTITUDES SE SONT ACCRUES EN FIN D'ANNÉE.....	12
1.2 L'EMBEILLIE CONJONCTURELLE A PARTICIPÉ AU REGAIN D'ACTIVITÉ SUR LES MARCHÉS PRIMAIRES	26
CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION	35
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS	35
2.2 MARCHÉS OBLIGATAIRES.....	41
2.3 BENCHMARKS.....	49
2.4 MARCHÉS DÉRIVÉS.....	53
CHAPITRE 3 : LA GESTION D'ACTIFS	61
3.1 ÉTAT DES LIEUX DE LA GESTION : COLLECTE ET PROFIL DE RISQUE.....	61
3.2 GESTION DES RISQUES DE LIQUIDITE ET LEVIER	66
3.3 LES INTERCONNEXIONS DE LA GESTION FRANÇAISE : UN RÉSEAU PEU DENSE MAIS CONCENTRÉ AUTOUR D'ENTITÉS PILIERS	72
3.4 LE MARCHÉ DES FONDS MONÉTAIRES EUROPÉENS EN ATTENTE DE L'APPLICATION DU NOUVEAU RÈGLEMENT.....	79
CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES FRANÇAIS	87
4.1 ÉTAT DES LIEUX DE L'ÉPARGNE ET STRUCTURE DU PATRIMOINE	87
4.2 TRANSPARENCE ET INFORMATION COMMUNIQUÉE AUX INVESTISSEURS.....	94
4.3 LES OFFRES D'INVESTISSEMENT ATYPIQUES	100
LISTE DES ACRONYMES	105
LISTE DES GRAPHIQUES.....	107
LISTE DES ENCADRÉS.....	109

SYNTHÈSE

Une conjoncture apparemment favorable avec des records d'activité économique, le dynamisme des marchés...

L'environnement macro-financier actuel semble rassurant. L'activité économique augmente fortement au niveau mondial, à l'exemple de la zone euro qui a connu sa plus forte croissance depuis la crise de 2007 (+ 2,4 % en 2017, d'après Eurostat), et la progression du PIB est bien répartie géographiquement. Les valorisations sur les marchés financiers se situent à des niveaux élevés, avec une volatilité basse, et des records historiques ont à nouveau été battus sur les marchés actions américains (S&P 500 à 2873 points le 26 janvier 2018). Les marchés primaires ont fait preuve de dynamisme, et d'innovation avec l'essor de financements alternatifs comme les *Initial Coin Offerings* (ICO), accompagné malheureusement du développement de pratiques abusives auprès des ménages attirés par les crypto-actifs ; les émissions de dette privée ont également atteint des records en 2017. La gestion d'actifs a connu elle aussi une collecte au plus haut historique, que ce soit globalement au niveau mondial (2 517 milliards de dollars d'après l'EFAMA) ou en France pour les fonds actions, obligataires et diversifiés. Les tensions géopolitiques n'ont pas altéré le dynamisme d'ensemble des marchés et les corrections sont apparues ponctuelles, comme lors du pic de volatilité de février 2018, même si elles illustrent une forme de fragilité. La normalisation monétaire engagée par la Fed n'a altéré ni l'activité américaine ni les marchés financiers, les taux longs ne croissant que modérément (3,0 % pour le 10 ans américain en juin 2018, contre 2,4 % en juin 2017 lors de la publication de notre précédente cartographie des risques ; à titre de comparaison, dans la zone euro où la normalisation monétaire n'est pas encore à l'ordre du jour, le taux 10 ans allemand est passé de 0,5 à 0,4 % sur la même période). La rhétorique de guerre des changes s'est temporairement éloignée, dans un contexte où le dollar s'est apprécié. Mais elle a été remplacée par une rhétorique de guerre commerciale qui s'est concrétisée : le discours protectionniste des États-Unis s'est traduit par des droits de douane unilatéralement accrus (acier européen par exemple), avec le risque d'une escalade via des ripostes des grands partenaires commerciaux concernés. La réunion du G7 de juin 2018 n'a pas permis de diminuer cette menace dont les effets pèseraient sur la croissance économique et accroîtraient l'inflation.

... qui n'occulte pas le risque d'une re-tarifification forte et rapide du prix des actifs financiers

Une correction du prix des actifs constitue toujours le premier risque pour les marchés financiers. En effet, les niveaux de valorisation atteints semblent objectivement élevés à la fois en perspective historique, mais aussi au regard des fondamentaux selon toute une batterie d'indicateurs, à commencer par les marchés actions américains. Or toute correction sur ce segment se propagerait très vraisemblablement au reste des marchés actions. De plus, la volatilité sur les marchés actions, qui avait touché un point historiquement bas en 2017, s'est certes reprise mais elle demeure faible et largement déconnectée de l'incertitude pesant sur l'environnement des marchés comme l'illustre la faible réaction de ces derniers lors de la réalisation de multiples chocs politiques. Par exemple, le VIX a varié entre 12 et 18 en juin 2018 contre une moyenne de 20 lors de la décennie écoulée, et un point bas à 9 en novembre 2017. Une réévaluation de la prime de risque entraînerait une correction sensible et les facteurs de déclenchement paraissent nombreux. Par exemple : aléas géopolitiques toujours très présents (Russie, Corée du Nord, Brexit, ou -pour la zone euro- situation de l'Italie..., difficultés propres à un pays émergent, ralentissement de l'activité en zone euro, effet du *policy-mix* inédit aux États-

Unis (relance budgétaire atypique en haut de cycle alors que la politique monétaire se resserre), inflation américaine (qui pourrait surprendre à la hausse), évolution des taux longs américains, et diffusion d'une telle hausse au niveau mondial. Cette propagation serait particulièrement pénalisante en zone euro, où l'inflation reste faible et déçoit toujours malgré la vigueur de la croissance.

Face à des endettements record, la remontée des taux d'intérêt (rythme et amplitude) constitue le second risque identifié alors que les politiques monétaires divergent des deux côtés de l'Atlantique

Malgré la normalisation monétaire en cours et les relèvements successifs des taux directeurs de la Fed, la hausse des taux longs américains a pour le moment été très contenue, résultant en un aplatissement de la courbe des taux aux États-Unis (souvent un signe précurseur de ralentissement économique). La nature inflationniste du programme de Donald Trump (protectionnisme, baisse de la fiscalité, etc.), son impact négatif sur les finances publiques américaines, et la nette hausse du prix du pétrole, pourraient avoir des effets sur l'inflation américaine (indicateur auquel les marchés sont très sensibles), et conduire les acteurs à davantage valoriser la prime de terme et la prime de risque sur les marchés obligataires où les *spreads* ont d'ailleurs commencé à se creuser depuis le début 2018. Or le monde n'a globalement jamais été autant endetté, comme l'a signalé le FMI¹, davantage même qu'avant le déclenchement de la crise en 2007 (la seule dette publique rapportée au PIB figure quant à elle au plus haut depuis 1890), et cette dette n'a jamais été aussi risquée. Les politiques monétaires expansionnistes ont en effet incité les investisseurs à rechercher du rendement en achetant des titres moins bien notés mais plus rémunérateurs, avec des émetteurs dont la solvabilité pourrait vite être remise en cause en cas de hausse des taux ou de détérioration de l'environnement macro-économique. Une exception notable provient des épargnants français, auteurs de placements record en 2017 sur les dépôts bancaires et les placements à vue (préférence pour les produits sans risque), tandis que les actions cotées détenues en direct connaissent une légère décollecte et que le pourcentage de ménages détenant des actions se stabilisait à 7,5 % en France après son rebond de l'an dernier. Le développement des émissions de dette spéculative, la croissance du marché des prêts à effet de levier (*leveraged loans*) et la dégradation de la protection via des conditions de prêt réduites à leur plus simple expression (*covenant-lite*) illustrent cette hausse du risque pris par les investisseurs. En France, la dynamique d'endettement des agents privés a conduit le Haut conseil de stabilité financière (HCSF) à limiter l'exposition des banques françaises à la dette des sociétés non financières françaises puis à mobiliser le coussin contracyclique de capital (qui passe de 0,00 à 0,25 %). Les fonds français paraissent porter un risque limité lié à cette dette compte tenu de leur niveau d'exposition (11 % de l'actif au maximum, sans tendance à la hausse dans le temps).

Les transformations des marchés modifient les risques, notamment pour le processus de formation des prix

Ces développements interviennent alors qu'ont été mis en place des changements structurels importants pour les marchés financiers européens (directive MIF2, règlement PRIIPS, réforme des fonds monétaires apportant de nouvelles contraintes sur les risques de maturité ou de liquidité, etc.). Le Brexit pourrait lui aussi engendrer des modifications profondes et durables, avec des questions de transition et de continuité qui nécessitent que les acteurs se préparent à des scénarios de changement brutal compte tenu de

¹ FMI (2018); "Global Financial Stability Report: A Bumpy Road Ahead"; avril.

l'incertitude politique qui paraît très forte (cf. encadré 1). Dans le détail, si la réforme du pas de cotation prévue par MIF2 a bien joué le rôle attendu sur les marchés actions (amélioration de la profondeur, etc.) et si la protection des investisseurs a bien été renforcée (information sur les frais, etc.), les objectifs de transparence ou d'amélioration du mécanisme de formation des prix ont plus du mal à se concrétiser à ce stade, compte tenu par exemple du fort développement de l'internalisation systématique, des possibilités de contournement du *double volume cap* via les transactions pré-arrangés ou les *periodic auctions*, ou encore de la mise en œuvre encore embryonnaire des exigences de transparence sur le marché obligataire (11 titres concernés uniquement en France, pour le moment, sur 22 000). Quant aux nouvelles règles de facturation de la recherche, elles semblent pénaliser la couverture des PME par les analystes. Parallèlement, les transactions au fixing ont continué à se développer sur les marchés français au détriment de la séance de cotation en continu, ce qui peut inquiéter pour la qualité du processus de formation des prix, surtout dans un environnement de développement de la gestion passive et des ETF. Le règlement Benchmark, quant à lui, devrait contribuer à la construction d'alternatives aux actuels indices critiques de référence, permettant d'échapper à la manipulation de ces indices, mais la transition présente un risque de discontinuité pour les contrats renvoyant à ces indices. PRIIPS de son côté vise à faciliter la comparaison entre les différents supports d'investissement financier ; toutefois, faute d'une méthodologie adaptée à toutes les situations, la réglementation actuelle peine parfois à atteindre cet objectif avec des informations difficilement interprétables constituant un frein à la compréhension des épargnants. Le prolongement de la mise en œuvre d'EMIR joue un rôle positif et les risques des marchés dérivés apparaissent en baisse (diminution des expositions, hausse des marges collectées, etc.). Enfin, le développement des *reportings* permis par les nouvelles régulations (EMIR, AIFM, MIF2...) et un meilleur partage des données entre institutions (travaux du HCSF sur les interconnexions entre les fonds, les banques et les assureurs par exemple) permettent de mieux apprécier les risques même si la qualité des données reste à améliorer. Par exemple, les données du *reporting* AIFM permettent de vérifier l'adéquation entre la liquidité à l'actif des fonds d'investissement alternatifs (FIA) français et leur contrainte de passif pour vérifier que des demandes de rachat massives des investisseurs ne mettent pas ces fonds en péril. De plus, conformément aux recommandations internationales le cadre français prévoit dorénavant toute une batterie d'outils de gestion de la liquidité pour faire face à de telles situations. Il reste aux gestionnaires d'actifs à s'en emparer. Le développement des stress tests permet aussi d'apprécier la stabilité du système financier face à des chocs tant opérationnels (cyber-risques, par exemple) que macro-financiers voire environnementaux comme l'illustre le risque de changement climatique (cf. encadré 2).

Encadré 1 : BREXIT : une forte incertitude politique et le risque, sans accord, d'un *Hard Brexit* le 29 mars 2019

Des négociations politiques qui avancent difficilement et une incertitude extrême sur leur issue

Le Royaume-Uni quittera l'Union européenne le 29 mars 2019 : au-delà de cette date, le devenir des flux d'activité entre le Royaume-Uni et l'Union européenne en matière de services financiers est marqué par une forte incertitude liée aux négociations en cours sur les modalités de cette sortie. Dans cette perspective, les négociations entre le gouvernement britannique et l'Union européenne portent actuellement sur la finalisation de l'accord de retrait, y compris la mise en place d'une phase de transition, et la définition d'un cadre pour les relations futures entre l'Union et le Royaume-Uni. Cette phase des négociations est engagée depuis le 14 décembre 2017, date à laquelle le Conseil européen a constaté qu'un progrès suffisant avait été atteint sur les trois questions essentielles relatives aux droits des ressortissants européens et britanniques, à la frontière entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord et aux obligations financières du Royaume-Uni vis-à-vis de l'Union. Le Conseil européen est revenu, lors de sa réunion des 28 et 29 juin, sur les questions qui subsistent concernant l'accord de retrait et le cadre des relations futures.

Sous réserve de la concrétisation de l'accord de retrait, la période de transition devrait courir entre la sortie du Royaume-Uni et le 31 décembre 2020. Tout l'acquis communautaire s'appliquerait au Royaume-Uni pendant cette période, sans que ce dernier participe aux instances de décision européennes, à l'exception de cas spécifiques et encadrés. En particulier, les agréments et les passeports européens resteraient effectifs pendant cette période. S'agissant de la relation future entre le Royaume-Uni et l'Union, le Conseil a précisé dans des orientations adoptées en mars 2018 que tout cadre futur devra préserver la stabilité financière dans l'Union et respecter le régime de celle-ci en matière de réglementation et de surveillance, ainsi que ses normes et leur application.

L'adoption de l'accord de retrait reste conditionnée au vote final du Parlement britannique et du Parlement européen. L'issue des négociations risque de demeurer incertaine jusqu'au dernier moment, aussi les acteurs doivent-ils se préparer à un scénario d'absence d'accord, qui se traduirait le 29 mars 2019 par un *Hard Brexit*, et élaborer les plans de contingence correspondants. Les autorités de supervision européennes ont, à plusieurs reprises, alerté les acteurs financiers sur la nécessité de se préparer à toutes les éventualités.

L'accès croisé aux marchés Royaume-Uni – Union à 27 et la préparation des acteurs

Parmi les principaux acteurs concernés, on compte les gestionnaires de fonds d'investissement, les entreprises d'investissement, les entreprises de marché, les prestataires de services de *reporting*, les chambres de compensation et les dépositaires centraux de titre.

La perte du passeport européen pour les acteurs britanniques (soit le 29 mars 2019 en cas de *Hard Brexit*, soit le 31 décembre 2020 si l'accord de retrait est finalement entériné) aura pour conséquence de les priver de la liberté de prestation de services et d'établissement au sein de l'Union. Pour accéder au marché européen, il leur faudra établir une filiale dans l'Union à 27 et la soumettre à l'agrément requis selon son domaine d'activité, ou établir une succursale dans un État membre de l'Union et se plier le cas échéant aux règles de ce dernier concernant les pays tiers. Symétriquement, les acteurs de l'Union seront privés de passeport vers le Royaume-Uni mais ce dernier entend proposer un régime d'autorisation temporaire, dans des conditions qui restent à définir, qui permettra à ces entreprises de continuer leur activité, au moins dans un premier temps.

La démarche d'anticipation des acteurs de marché, très largement encouragée par les autorités et régulateurs européens compte tenu de l'incertitude qui perdure sur l'issue des négociations politiques, doit permettre d'assurer la continuité des activités en cas de *Hard Brexit*. Il ne devrait alors pas y avoir de risque significatif de déstabilisation globale des marchés de l'Union à 27 puisque les acteurs disposeraient globalement des outils pour se préparer aux différents scénarii et puisque l'Union à 27 bénéficie d'ores et déjà d'un écosystème complet de prestataires de services financiers et d'infrastructures de marché. Ceci vaut pour les activités financières de gros, comme de détail (notamment dans la sphère des moyens de paiement). Il reste néanmoins certains sujets qui peuvent nécessiter une intervention, le cas échéant temporaire, pour assurer une transition ordonnée comme par exemple la compensation des dérivés en euro.

Au-delà de la date du 29 mars 2019 (ou de la date de fin de la période transitoire), les mécanismes d'équivalence prévus par les textes sectoriels européens pourront être enclenchés au cas par cas vis-à-vis du Royaume-Uni. Cela n'exclut pas que certains régimes puissent être revus à court terme dans la perspective du *Brexit* (par exemple ceux prévus dans les règlements EMIR et MiFIR) car aucun d'entre eux n'avait été conçu à l'origine avec en tête l'idée que la première place financière européenne puisse se retrouver hors de l'Union. Les ajustements nécessaires, notamment l'introduction d'un suivi dans le temps des décisions d'équivalence par l'ESMA, devraient pouvoir être effectués lors de la revue des Autorités Européennes de Supervision (ESA), et de manière ponctuelle dans les textes en cours de négociation ou de révision.

Enfin, à plus long terme il faudra réévaluer les seuils européens déclenchant certaines obligations réglementaires, qui avaient été conçues pour un marché européen à 28 membres : actifs liquides soumis à l'obligation de négociation pour les dérivés, calibration des seuils de transparence pour les instruments non action, etc.

La continuité des contrats, la compensation des dérivés, et l'accès aux chambres de compensation britanniques

Pour le marché des dérivés, la perte du passeport européen par les acteurs britanniques poserait problème pour la conclusion de nouveaux contrats mais aussi pour la vie des contrats anciens. En effet, si le Brexit ne remet pas en question les capacités générales d'exécuter un contrat conclu préalablement, cette question se pose en

revanche dès lors que des événements déclenchant la fourniture d'un service d'investissement surviennent dans la vie de ces contrats : novation, *roll* de position, compression, etc., et que la contrepartie britannique ne dispose plus de l'agrément nécessaire dans l'Union européenne. Par ailleurs, de nouveaux instruments contractuels existeront en matière de choix du droit applicable pour les contrats, et permettront aux acteurs financiers concernés de poursuivre leurs relations contractuelles avec leurs clients dans le cadre sécurisé du droit d'un État de l'Union européenne. En effet, l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) dont les conventions encadrent les contrats de dérivés a annoncé qu'elle proposera prochainement, en complément aux droits existants, le droit français et le droit irlandais comme droit applicable (actuellement limité au droit anglais et au droit de l'État de New-York).

L'application de certaines exigences prévues par EMIR (obligation de compensation centrale, nécessité d'un agrément ou d'une reconnaissance pour fournir des services de compensation centrale...) poserait aussi problème, les chambres de compensation britanniques perdant leur agrément EMIR et ne disposant pas nécessairement de la reconnaissance en tant que chambres de compensation de pays tiers. La mise en place d'une deuxième version d'EMIR (la commission ECON du parlement européen a adopté les rapports EMIR 2.0. et EMIR REFIT en mai 2018) pourrait régler plusieurs de ces questions mais la date d'entrée en vigueur d'EMIR 2.0 est incertaine et risque de rendre nécessaires des alternatives temporaires. Enfin, les dépositaires centraux de données installés au Royaume-Uni constituent aussi une source d'inquiétude puisque leur activité ne serait plus reconnue dans l'Union.

Le risque de la présence, en dehors de l'Union, d'activités significatives de compensation libellées en euro

Il est essentiel de s'assurer que le maintien d'activités significatives dans les chambres de compensation britanniques ne crée pas un risque pour la stabilité financière de l'Union européenne en général. En effet, après le Brexit les chambres de compensation britanniques deviendront des chambres de compensation de pays tiers qui (i) ne seront plus soumises aux exigences prudentielles du règlement EMIR, ni à la supervision collégiale, prévue par ce règlement, impliquant des autorités de toute l'Union européenne, (ii) resteront supervisées au premier chef par leur autorité nationale dont le mandat est la préservation de la stabilité financière de leur juridiction. La proposition de révision du règlement EMIR, qui reconnaît que toutes les chambres de compensation de pays tiers n'ont pas les mêmes incidences sur la stabilité financière de l'Union européenne, permet d'introduire une proportionnalité dans le régime d'équivalence de ces chambres de compensation, en renforçant le rôle de l'ESMA dans la supervision de celles qui seront jugées d'importance systémique, et en exigeant potentiellement de celles qui seront considérées comme pouvant poser un risque de stabilité financière à l'Union, de localiser tout ou partie de leurs services de compensation dans l'Union. Elle prévoit également dans l'état actuel du texte une période d'adaptation afin d'éviter toute relocalisation ou transfert de la compensation de manière brutale ou précipitée, et de limiter les coûts potentiels pour les membres compensateurs et leurs clients.

Encadré 2 : Marchés financiers et risques climatiques

Un accroissement de la fréquence et de la gravité des catastrophes naturelles causées par le réchauffement climatique, tout comme une transition mal ordonnée vers une économie moins émettrice de gaz à effet de serre, peuvent exercer un impact significatif sur le secteur financier via les coûts accrus des dommages (assurances, obligations catastrophes...) ou via des dépréciations d'actifs, tant dans les portefeuilles de crédit que d'investissement, au bilan des différents acteurs : assurances, banques, fonds d'investissement... Au-delà des effets sectoriels, portant sur telle classe d'actifs ou tel type d'acteurs, ces risques peuvent revêtir une nature systémique comme l'a illustré le Conseil scientifique du Comité européen du risque systémique (CERS) dans un rapport publié en février 2016². Le scénario le plus néfaste d'après le CERS serait celui d'une transition vers une économie à bas carbone qui arriverait trop tardivement et de manière brutale, ce qui (1) pèserait fortement sur l'activité économique à cause du changement trop rapide d'allocation entre les différentes sources d'énergie, (2) entraînerait une re-tarification violente des actifs reposant sur les énergies fossiles, (3) n'empêcherait pas une hausse des catastrophes naturelles.

Le CERS concluait à la nécessité de politiques publiques favorisant la diffusion de l'information sur l'intensité en carbone des activités du secteur non financier, ce qui permettrait ensuite de réaliser des stress-tests des institutions financières tenant compte de leurs expositions à ces activités. Dans son plan d'action pour une finance durable, qui a été publié en mars 2018 et qui s'inscrit dans son initiative plus générale de l'Union des Marchés de Capitaux, la Commission européenne propose quant à elle d'intégrer les questions de soutenabilité dans les prises de décision financières. Le but consiste à réorienter les flux de capitaux vers des investissements durables, à intégrer la soutenabilité dans la gestion des risques (notamment pour les gérants d'actifs), et à encourager la transparence et l'approche de long terme. Les dix mesures envisagées d'ici la fin 2019 comprennent en priorité une taxonomie des activités liées au changement climatique, ce type de classification conditionnant l'essentiel des autres mesures envisagées.

Accroître la transparence sur les risques climatiques et faciliter la prise en compte du long terme vont dans le sens de l'efficacité des marchés financiers qui doivent précisément donner un prix au risque et au temps. Toutefois, certaines des idées actuellement discutées pourraient elles-mêmes être porteuses d'effets indésirables pour ces marchés si leurs interactions avec le droit existant ne sont pas suffisamment bien intégrées. Par exemple, au nom de l'environnement, le traitement des investissements verts pourrait être favorisé dans la réglementation actuelle qui limite la prise de risque des acteurs financiers (*green supporting factor*, qui diminuerait l'exigence en capital pour les banques). Or les risques intrinsèques que ces investissements présentent ne justifient peut-être pas un tel relâchement des contraintes prudentielles. La définition des outils à utiliser pour soutenir la transition ordonnée vers une économie plus respectueuse de l'environnement doit donc être prudente, et tenir compte de la capacité à mobiliser des mesures dédiées visant directement l'objectif vert (subventions, taxes, permis négociables...) et ne perturbant pas une réglementation qui se justifie par elle-même pour lutter spécifiquement contre d'autres risques.

La majeure partie des actions envisagées par la Commission européenne concerne directement la régulation des marchés financiers via les mesures visant les émetteurs de titres financiers, les gestionnaires d'actifs, la production d'indices, les agences de notation, la diffusion publique d'informations, etc. L'AMF en a d'ailleurs fait une de ses priorités pour 2018 dans la déclinaison de son plan stratégique. Au sein du cadre européen, le droit français actuel apparaît relativement en avance, l'article 173 de la loi sur la transition énergétique de 2015 créant par exemple des obligations de *reporting* sur des critères extra financiers ainsi que la mise en œuvre de tests bancaires de résistance au changement climatique.

² Reports of the Advisory Scientific Committee No 6 / February 2016 Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk.

	Description des risques	Niveau mi-2018	2018-2017	Perspectives 2019
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés <i>Observation de valorisations élevées, de primes de risque faibles, et d'une volatilité basse.</i>		→	→
	2. Manque de coordination des politiques (monétaires, budgétaires...), des ajustements réglementaires du secteur financier <i>Potentielle concurrence réglementaire (Brexit, politique nouvelle de régulation aux États-Unis). Menaces protectionnistes, guerre commerciale. Désynchronisation de politiques monétaires entre États-Unis et Europe. Articulation entre politique monétaire et politique macro-prudentielle en Zone euro (prise de risque induite par la recherche de rendement).</i>		↗	→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants <i>Observation de niveaux de dette élevés et absence d'inflexion sur les trajectoires d'endettement. Potentielle diffusion mondiale d'une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis. Risque d'affaiblissement conjoncturel.</i>		↗	→
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre. <i>Résistance des marchés malgré les épisodes de correction éclair (février 2018).</i>		→	→
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress <i>Disparition des dysfonctionnements du marché du repo en 2017</i>		↘	→
	6. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché <i>Mise en œuvre de MIF2 et du règlement benchmark. Amendements envisagés pour EMIR. Cyber-risques dans un contexte géopolitique tendu. Continuité des activités en mars 2019 en cas d'échec des négociations sur une période de transition pour le Brexit (notamment chambres de compensation, marchés dérivés).</i>		→	↗
Financement de l'économie	7. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement de taux d'intérêt bas et à un environnement économique encore fragile <i>Amélioration de la conjoncture macro-économique. Remontée pour le moment lente et mesurée des taux d'intérêt. (Mais concurrence accrue de nouveaux acteurs exploitant le numérique)</i>		↘	→
	8. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux marchés financiers		→	→
	9. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution <i>Développement de nouvelles vagues d'arnaques (crypto-actifs). Difficultés d'application de PRIIPS.</i>		↗	→

Niveau du risque mi-2018		Systémique
		Élevé
		Significatif
		Faible

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

Variation du risque depuis 2017 ou perspectives 2019	↘	En baisse
	→	Stable
	↗	En hausse

CHAPITRE 1 : LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Les tendances observées depuis le second semestre 2016 confirment la nette amélioration de l'environnement macro-financier au niveau mondial, caractérisée notamment par une accélération de l'activité économique dans l'ensemble des zones géographiques. Celle-ci, conjuguée à des politiques monétaires qui sont restées accommodantes dans les pays développés, a par ailleurs participé au maintien des primes de risques à des niveaux faibles et conduit les valorisations boursières à des niveaux record.

Cette embellie générale a contribué au dynamisme des marchés primaires. En particulier, le retour de la volatilité à des niveaux historiquement bas, après les épisodes d'instabilité observés en 2016, a permis un rebond des émissions d'obligations spéculatives et des introductions en bourse en 2017. Ce rebond reste toutefois fragile, comme en témoigne le ralentissement observé au premier trimestre 2018, en lien avec un regain de volatilité marqué, sous la pression des incertitudes et des tensions politiques et géopolitiques ravivées.

En conséquence, le principal risque est celui d'une brutale remontée des taux d'intérêt. Aux États-Unis en particulier, la hausse des taux courts, la révision à la hausse des anticipations d'inflation et l'accroissement de la dette publique induite par la réforme fiscale pourraient se traduire par une forte remontée des taux d'intérêt à long terme, qui serait elle-même susceptible :

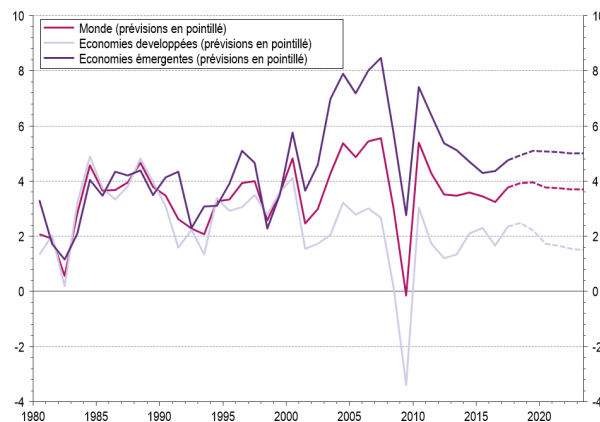
- de se transmettre dans d'autres zones géographiques, dont la zone euro, venant ainsi obérer la reprise économique et fragiliser la situation des agents non financiers ;
- d'aboutir à une brutale re-tarifcation des actifs et à un regain de volatilité sur les marchés, et ainsi peser également sur l'activité des marchés primaires.

1.1 L'ENVIRONNEMENT MACRO-FINANCIER S'EST AMÉLIORÉ EN 2017 MAIS LES INCERTITUDES SE SONT ACCRUES EN FIN D'ANNÉE

1.1.1 Une croissance dynamique dans toutes les régions du monde

L'année 2017 s'est déroulée dans un contexte de croissance dynamique et ce, malgré de nombreuses incertitudes, notamment politiques et géopolitiques. Selon le FMI, l'activité mondiale a ainsi progressé de 3,8 %, soit le rythme le plus élevé depuis 2011. Toutes les régions du monde ont profité de cette accélération : les pays émergents ont ainsi vu leur croissance passer de 4,4 % à 4,8 % en 2017, soutenus notamment par la Chine et l'Inde dont les taux de croissance approchent les 7 %. Le Brésil et la Russie, quant à eux, sont sortis de la récession, profitant de la bonne tenue de leur demande intérieure, soutenue par un assouplissement de leur politique monétaire et, dans le cas de la Russie, par le rebond du prix du pétrole.

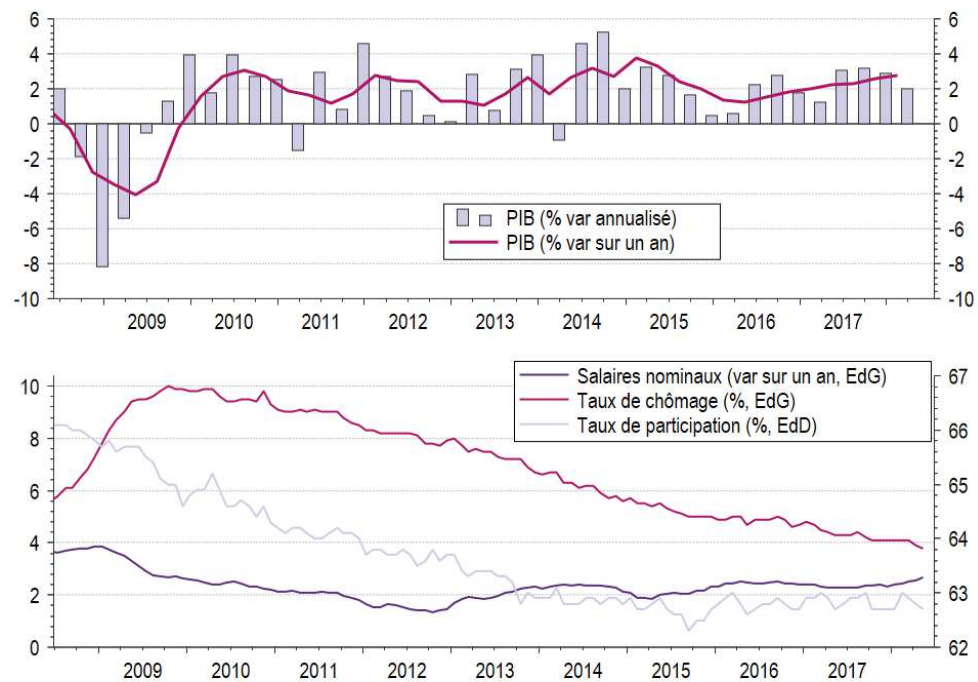
Graphique 1 : Évolution du PIB volume (% variation par rapport à l'année précédente)



Source : FMI

La croissance des pays développés a également accéléré en 2017. Aux États-Unis, elle s'est établie à 2,3 % selon le *Bureau of Economic Analysis* (BEA). La consommation des ménages a permis de soutenir l'activité grâce à un taux de chômage toujours plus faible et à une légère hausse des salaires. La croissance américaine devrait, de plus, bénéficier, dans les années à venir, de la réforme fiscale qui pourrait, selon les estimations du Bureau du budget du Congrès américain, contribuer à l'augmentation du PIB à hauteur de 0,7 % par an en moyenne sur la période 2018-2028. Cette accélération de l'activité, alors que le taux de participation de la main d'œuvre est stable, pourrait favoriser une hausse des salaires et de l'inflation.

Graphique 2 : Activité et emploi aux États-Unis



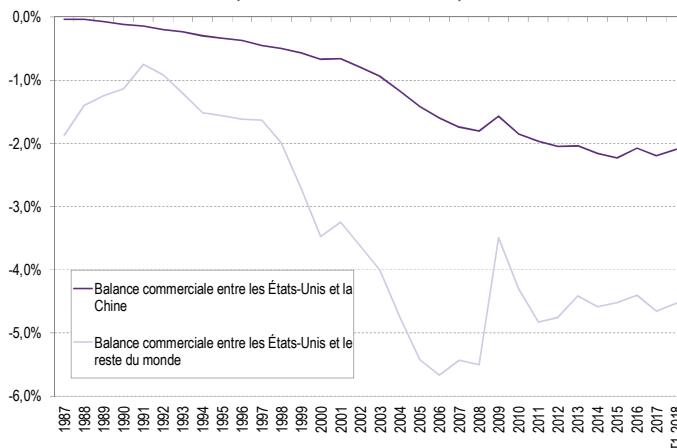
Sources: BEA, Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters Datastream

**Aux États-Unis, le
policy-mix inédit
pourrait s'avérer
risqué**

Un tel *stimulus* budgétaire survenant dans une économie américaine qui paraît déjà en haut de cycle constitue une situation inédite. Le surplus d'activité ne pourra être que très partiellement couvert par la production intérieure. Il devrait donc profiter au reste du monde par l'intermédiaire du commerce extérieur, ce qui explique sans doute l'annonce concomitante de mesures protectionnistes. Les États-Unis ont en effet annoncé une série de taxes aux frontières sur certaines importations telles que l'acier, l'aluminium ou les produits à fort contenu technologique. Ces mesures visent notamment la Chine, près de la moitié du déficit commercial américain (46 %) provenant des relations commerciales avec ce pays (Graphique 3), ainsi que l'Union européenne.

Les mesures de rétorsion chinoises annoncées dans la foulée, ainsi que celles décidées par l'Union européenne afin de contrer les taxes américaines sur l'acier et l'aluminium, ont fait resurgir les craintes d'une guerre commerciale au niveau mondial, susceptible à terme de peser sur la croissance et d'aboutir à une hausse de l'inflation. Du point de vue micro-économique, les pertes et gains des différents acteurs restent incertains. Les taxes aux frontières visant les importations chinoises pourraient finalement peser davantage sur les entreprises américaines que sur les entreprises chinoises selon une analyse de Standard & Poor's³.

**Graphique 3 : Balance commerciale de biens des États-Unis
(en % du PIB américain)**

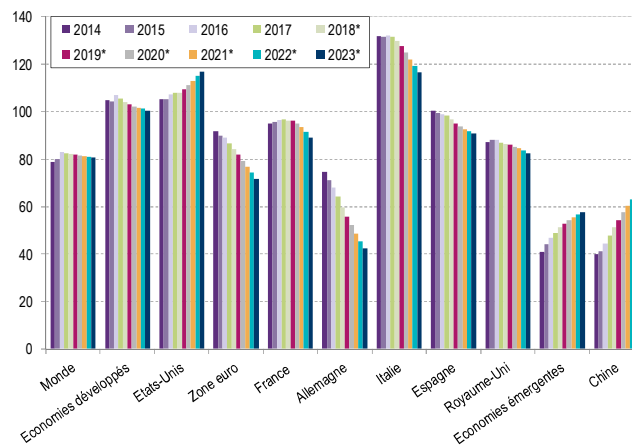


Source : Census Bureau, BEA.

Le *stimulus* budgétaire aux États-Unis aura, par ailleurs, un coût. Le Bureau du budget du Congrès américain anticipe ainsi une hausse du déficit primaire de 1 843 milliards de dollars sur les 11 prochaines années et de 1 272 milliards de dollars après prise en compte des effets positifs de la réforme fiscale sur l'économie. La dette publique, qui avoisinait 108 % du PIB en 2017, pourrait ainsi atteindre 117 % en 2023, selon les estimations du FMI. Cette situation contraste avec la tendance générale observée dans la plupart des pays développés, notamment dans la zone euro, où des efforts de désendettement sont à l'œuvre. Il convient cependant de noter que dans les pays européens les plus endettés, ce mouvement s'inscrit dans un contexte de croissance. Il pourrait donc s'inverser en cas de ralentissement de l'activité.

³ S&P global « Companies And Sectors Most Impacted By U.S.-Chinese Tariffs ».

Graphique 4 : Dette de l'État/PIB (%)

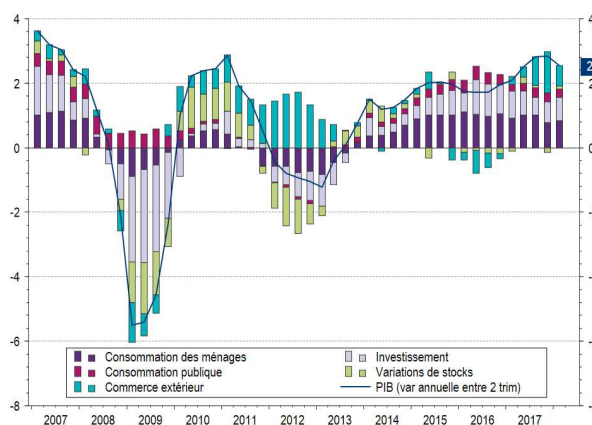


Source : FMI ; * : Estimations

La croissance dans la zone euro semble proche de son potentiel

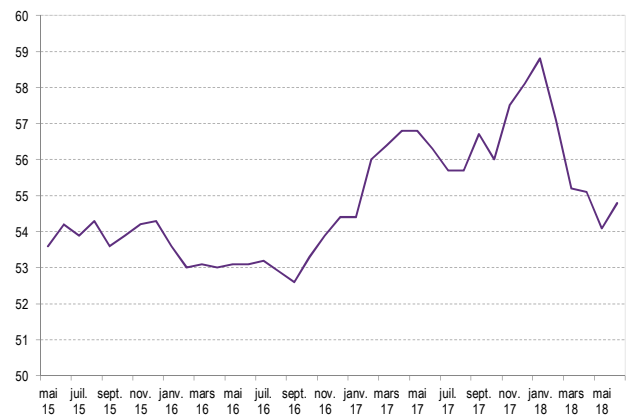
Dans la zone euro en effet, la croissance du PIB volume s'est établie à 2,4 % sur l'ensemble de l'année 2017 selon les données Eurostat. Elle a été soutenue par le commerce extérieur et la demande intérieure, stimulée par des conditions monétaires très favorables et un chômage en baisse (il s'établit à 8,4 % en mai 2018 selon Eurostat soit le niveau le plus faible depuis décembre 2008). Il faut toutefois noter que le rythme de croissance a diminué au premier trimestre 2018. Les enquêtes de conjoncture suggèrent qu'un ralentissement de l'activité est à l'œuvre (Graphique 6), rapprochant la croissance de son potentiel. Selon les prévisions de la Commission européenne, le PIB croîtrait ainsi de 2,3 % en 2018 et de 2 % en 2019 pour une croissance potentielle estimée à 1,5 % sur cette même période.

Graphique 5 : Le PIB et ses composantes dans la zone euro (% var. sur un an)



Source : Eurostat, Thomson Reuters Datastream

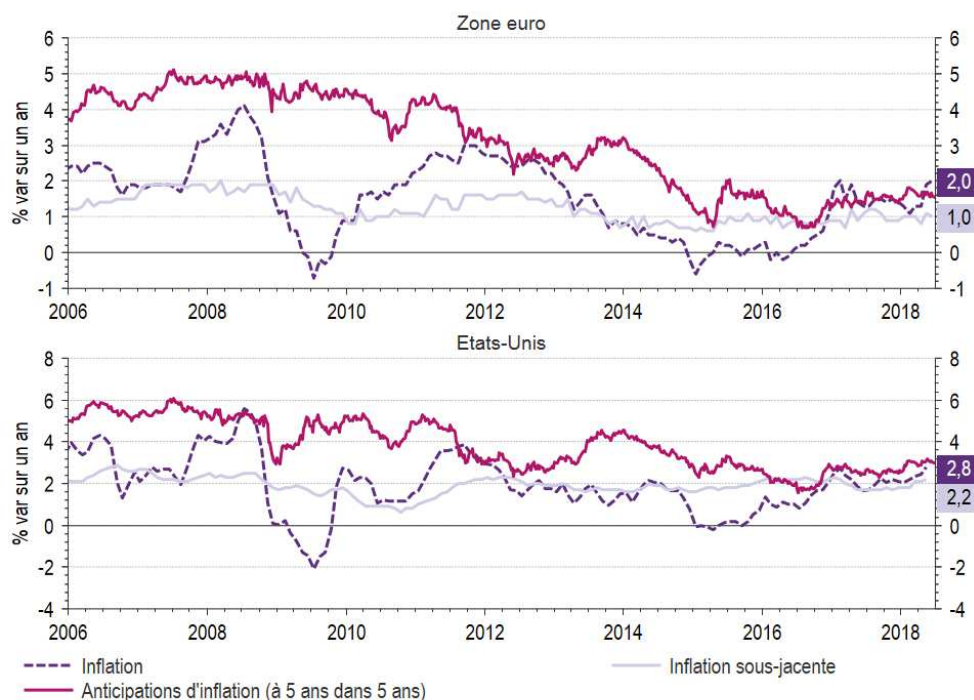
Graphique 6 : Indice PMI composite de la zone euro



Source : Markit

Malgré un regain d'activité, le soutien de la politique monétaire et l'accélération des salaires⁴, l'inflation en zone euro ne s'est que très récemment rapprochée de sa cible⁵, tandis que l'inflation sous-jacente⁶ est restée stable autour de 1 %. L'inflation aux États-Unis, en revanche, se situe au-dessus du niveau souhaité de 2 %.

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



Source : Thomson Reuters Datastream

L'inflation pourrait toutefois augmenter plus significativement du fait de la remontée des prix du pétrole observée depuis la signature de l'accord de réduction de la production par les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) fin 2016, lorsque le prix du baril avait atteint un point bas. Ce mouvement s'est récemment accéléré. Le prix du baril de pétrole Brent est ainsi passé de 45 dollars le 15 juin 2017 à près de 80 dollars fin juin 2018, soit une hausse de près de 80 % en un an. Ce mouvement s'explique à la fois par une demande mondiale soutenue, et du côté de l'offre, par les difficultés rencontrées par certains pays producteurs, comme le Venezuela, qui traverse depuis 2014 une profonde crise économique et politique ou, plus récemment l'Iran, dont les exportations pourraient pâtir des sanctions américaines à l'encontre des acheteurs de pétrole iranien. En conséquence, l'OPEP a décidé fin juin d'augmenter la production. Si l'offre devait rester insuffisante, la remontée durable des prix du pétrole pourrait se traduire par un surcroît d'inflation susceptible de peser sur la croissance des pays importateurs et d'entraîner une hausse des taux d'intérêt.

⁴ Les salaires en zone euro ont progressé de 1,8 % en 2017 selon la Banque centrale européenne contre 1,4 % en 2016.

⁵ Le premier objectif de la Banque centrale européenne est d'assurer la stabilité des prix qui se définit comme le maintien d'un taux d'inflation inférieur mais proche de 2 % à moyen terme.

⁶ L'inflation sous-jacente retenue ici est l'inflation hors énergie, produits alimentaires, boissons alcoolisées et tabac.

Graphique 8 : Prix du pétrole Brent
(en dollars par baril)



Source : Thomson Reuters Datastream

1.1.2 Les politiques monétaires divergent de plus en plus de part et d'autre de l'Atlantique...

Le décalage dans le cycle économique entre les États-Unis et la zone euro explique la divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique. Aux États-Unis, la normalisation monétaire se poursuit. La Réserve fédérale a amorcé la réduction progressive de son bilan⁷ à l'automne 2017, en ne réinvestissant pas le remboursement des titres de dette arrivés à maturité⁸. Elle a également procédé à cinq relèvements de 25 points de base du taux de ses fonds fédéraux depuis le début de l'année 2017, le portant à 2 % en juin 2018 et pourrait l'augmenter à nouveau à deux reprises de manière graduelle d'ici la fin de l'année. La Réserve fédérale reste néanmoins exposée au risque de sur-réaction des marchés à d'éventuelles surprises sur l'inflation, compte tenu de son niveau actuel (2,8 % en mai 2018), supérieur à l'objectif cible de la banque centrale, soit 2 %.

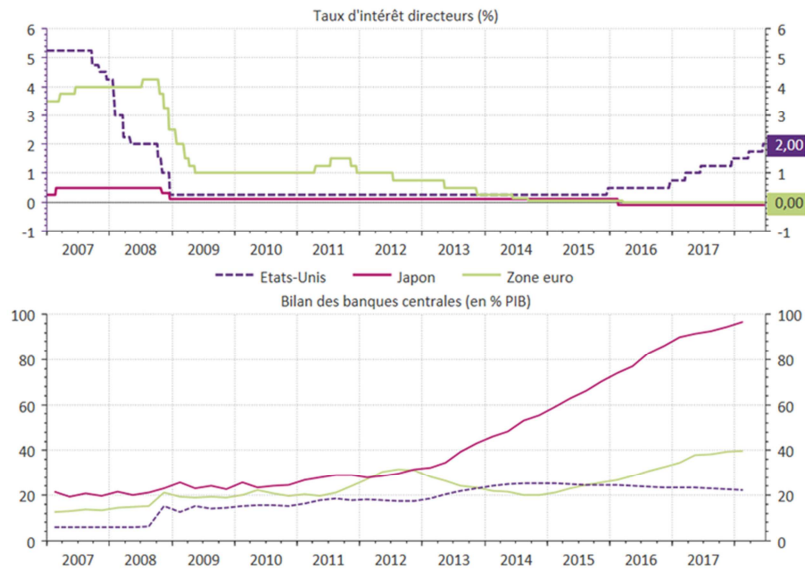
En zone euro, en revanche, les politiques monétaires non conventionnelles sont toujours à l'œuvre. Certes, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé vouloir mettre fin à ses achats nets d'actifs fin 2018⁹. Au-delà de ce terme, la BCE continuera toutefois à réinvestir le remboursement des titres arrivés à échéance. Par ailleurs, la BCE prévoit de conserver ses taux directeurs inchangés, au moins jusqu'à l'été 2019.

⁷ Celui-ci s'établissait à environ 4 305 milliards de dollars fin juin 2018.

⁸ La Réserve fédérale détient essentiellement des bons du Trésor américains et des créances hypothécaires (*mortgage-backed securities*).

⁹ Déjà réduits de moitié en janvier 2018, les achats nets d'actifs devraient être ramenés de 30 à 15 milliards d'euros à partir de septembre 2018 (*Décisions de politique monétaire de la BCE, Communiqué de presse, 14 juin 2018*).

Graphique 9 : Taux directeurs et taille de bilan des banques centrales

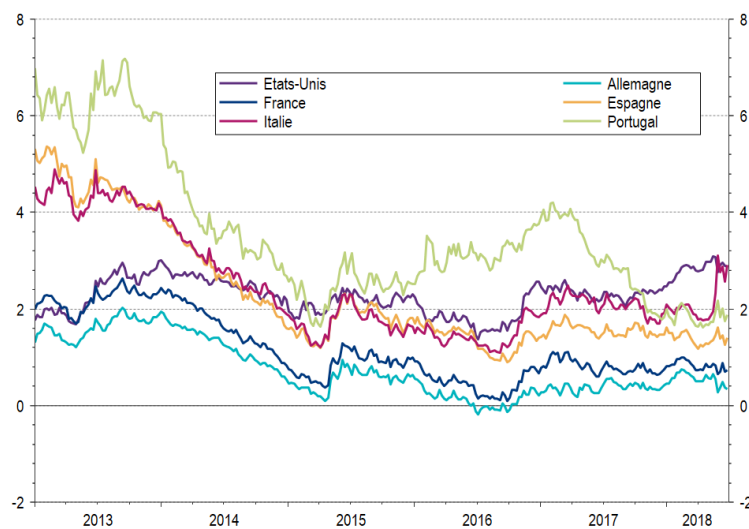


Sources: Eurostat, BoJ, Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

1.1.3 ... avec des répercussions sur les marchés obligataires

En zone euro, les interventions de la Banque centrale combinées à un niveau bas d'inflation ont maintenu les taux souverains à des niveaux faibles et la courbe des taux relativement stable. Les taux d'emprunts à 10 ans des principaux pays européens ont peu varié sur l'année 2017, à l'exception du Portugal dont le taux a décliné de 176 points de base, avec la sortie de la procédure de déficit excessif et une amélioration de sa notation par les agences internationales.

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

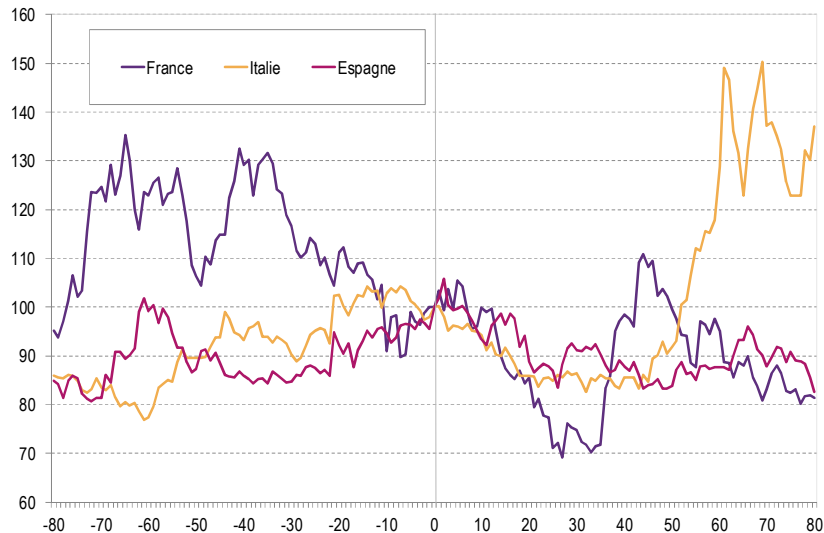


Source : Thomson Reuters Datastream

Les taux souverains en zone euro semblent globalement peu sensibles au risque politique...

Les taux européens ont ainsi semblé peu réactifs face aux risques politiques comme l'attestent le comportement du taux espagnol lors du référendum sur l'indépendance de la Catalogne, et l'évolution des taux italiens après les élections en mars 2018 (Graphique 11). Il faut toutefois noter une réappréciation tardive du risque politique en Italie en mai 2018 suite aux difficultés rencontrées dans la constitution du nouveau gouvernement.

Graphique 11 : Évolution des taux d'intérêt sur les emprunts d'État à 10 ans avant et après les événements politiques* (base 100 le jour de l'événement)



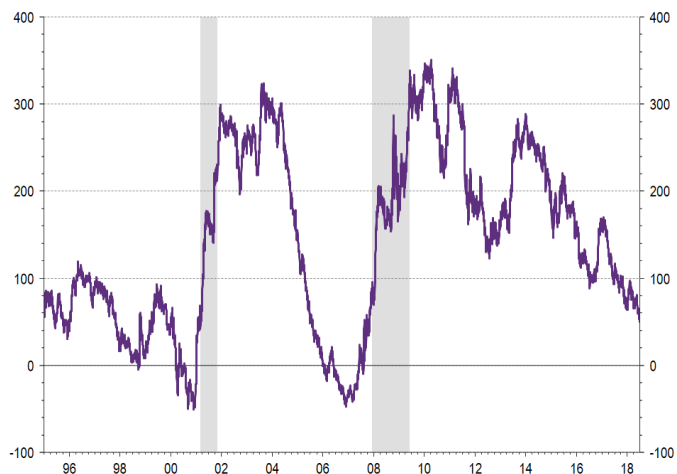
Source : Thomson Reuters Datastream

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

... mais pourraient se tendre sous l'influence des taux souverains américains

Les taux souverains américains à 10 ans se sont à l'inverse sensiblement tendus en 2017, puis de manière plus marquée au début de l'année 2018 (39 points de base de hausse entre le début de l'année et fin juin 2018), soutenus par une économie dynamique et des perspectives de croissance en hausse. Elle s'est accompagnée d'un très net aplatissement de la courbe des taux. L'écart entre le taux à 10 ans et le taux à 1 an s'est en effet fortement réduit aux États-Unis pour atteindre 53 points de base fin juin 2018. Or, par le passé, les périodes d'aplatissement de la courbe des taux ont été le signe d'une fin de cycle économique.

Graphique 12 : 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.

La remontée des taux longs pourrait se poursuivre, en lien avec la hausse des taux directeurs, des salaires ou de l'inflation. De plus, la réforme fiscale votée en fin d'année 2017 creusera le déficit américain et contribuera à augmenter l'offre de bons du trésor. La capacité du marché à absorber cette hausse de l'offre sera donc primordiale pour la détermination des taux souverains américains.

Une question centrale sera notamment celle de la transmission de la hausse des taux à long terme américains à d'autres zones géographiques, parmi lesquelles la zone euro, venant ainsi obérer la reprise économique en cours. La normalisation monétaire aux États-Unis s'est de fait d'ores et déjà traduite depuis le début de l'année par une réappréciation des risques dans les pays émergents (Graphique 13), dont certains ont vu leur monnaie se déprécier face au dollar, à l'image de la Turquie ou encore de l'Argentine. Or, la conjugaison de ces deux phénomènes constitue un risque pour les pays fortement endettés dans la monnaie américaine et, par voie de conséquence, pour les investisseurs qui y sont exposés.

Graphique 13 : Emerging Markets Bond Index
(spread par rapport à la dette souveraine américaine, en points de base)



Source : Bloomberg

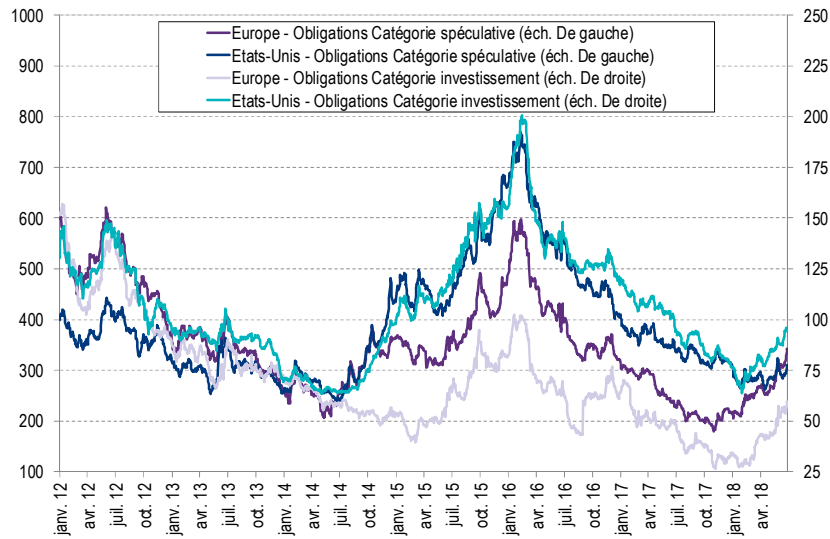
**Les spreads corporate
en euros en hausse
depuis début 2018**

S'agissant des titres de dette d'entreprise, l'année 2017 a été marquée par une nouvelle baisse des *spreads* en Europe et aux États-Unis, que ce soit sur la catégorie investissement ou sur la catégorie spéculative. Toutefois, en fin d'année, les *spreads corporate*¹⁰ en Europe se sont accrus concomitamment à la réduction du programme d'achats d'actifs. Une remontée des *spreads corporate* sur le segment investissement américain s'observe également depuis le début de l'année 2018. Les *spreads corporate* américains sur la catégorie spéculative semblent eux se stabiliser depuis le début de l'année 2018 après une forte décline à la suite de la remontée des cours du pétrole intervenue début 2016¹¹. De manière plus générale, le secteur *High Yield* américain a été très demandé ces deux dernières années par les investisseurs à la recherche de rendement, dans la mesure où les taux d'intérêt servis par ce secteur demeurent attractifs.

¹⁰ 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.

¹¹ Le marché obligataire *High Yield* américain est, en effet, très sensible aux évolutions du prix du pétrole compte tenu du poids significatif qu'occupent les sociétés du secteur de l'énergie sur ce segment de marché.

Graphique 14 : Spread corporate en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation

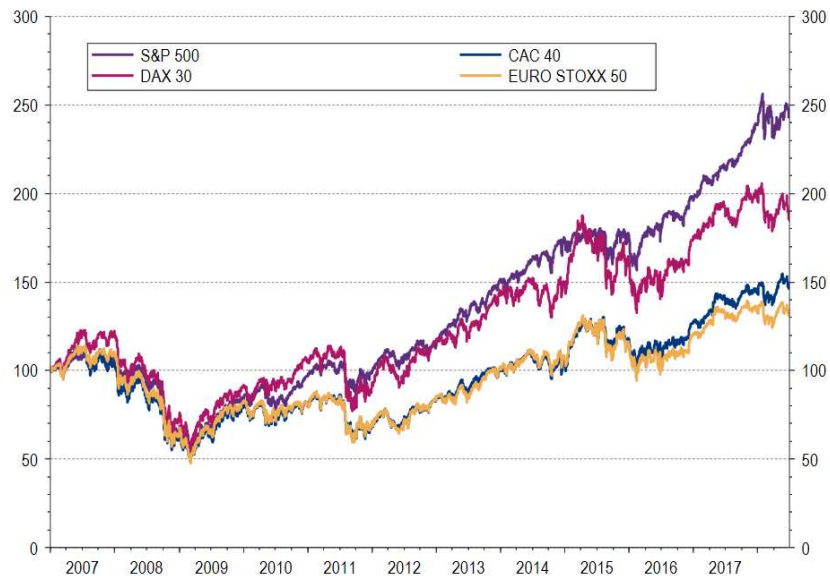


Source : Bloomberg

1.1.4 Les niveaux de valorisation continuent à se situer à des niveaux élevés

Les marchés actions ont encore été très dynamiques en 2017 et au début de l'année 2018. De nombreux indices, tels que le S&P 500 aux États-Unis ou le DAX 30 en Allemagne, ont atteint leur plus haut historique au cours du mois de janvier 2018. À cette date, le S&P 500 atteignait sa plus longue période depuis 1929 sans baisse supérieure à 5 % sur un semestre.

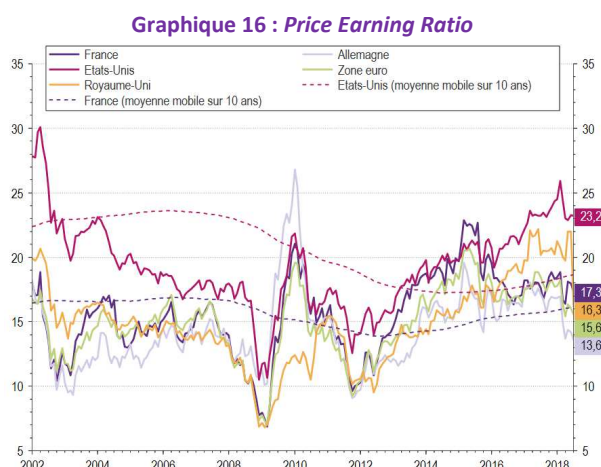
Graphique 15 : Évolution des principaux indices boursiers dividendes réinvestis (en monnaies locales, base 100 le 01/01/2007)



Source : Thomson Reuters Datastream

Aux plus-values boursières se sont ajoutées des politiques de distribution de dividendes plus généreuses que l'année passée. Les versements de dividendes¹² ont augmenté de 7,7 % en 2017 au niveau mondial, contre une hausse de 0,1 % en 2016. Ils se sont élevés en 2017 à 1 252 milliards de dollars, selon Henderson Global Investors. Tous les secteurs, excepté celui des télécommunications, ont vu leurs dividendes sous-jacents¹³ augmenter en 2017, preuve que le dynamisme économique était généralisé.

De plus, malgré la diminution observée au début de l'année 2018, les ratios cours sur bénéfiques (*price earning ratio* ou PER) historiques demeurent élevés et se situant au-dessus de leur moyenne de long terme, en particulier aux États-Unis. Il faut remonter à juin 2002 pour retrouver des niveaux de PER supérieurs à ceux constatés en février 2018.



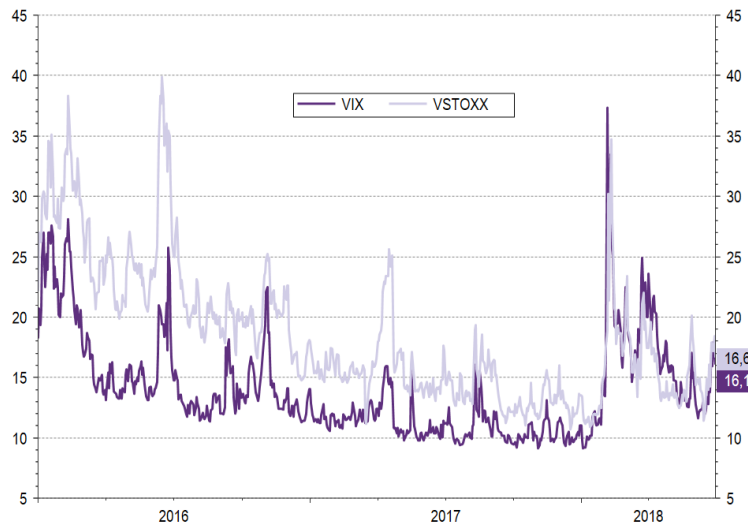
Source : Thomson Reuters Datastream

Les marchés actions ont connu une phase de re-tarification en février 2018 déclenchée par la crainte d'une remontée plus rapide que prévu de l'inflation aux États-Unis à la suite de l'accélération des salaires en janvier 2018 (+2,9 % sur un an). Or une reprise de l'inflation pourrait se traduire par un resserrement monétaire plus prononcé qu'anticipé, mettant les investisseurs sous pression. Les marchés actions américains ont alors perdu 6 % en 2 jours. Ce retrait s'est accompagné d'une forte hausse de la volatilité de part et d'autre de l'Atlantique alors que le VIX et le VSTOXX avaient atteint des plus bas historiques à la fin 2017 (soit 9,1 le 3 novembre 2017 pour le VIX, et 10,7 le 18 décembre 2017 pour l'indice VSTOXX). L'indice VIX qui évoluait les mois précédents entre 10 et 15 points a connu le 6 février 2018 une hausse spectaculaire, grimpant jusqu'à 37 points avant de reculer, sans toutefois retrouver son niveau du début d'année.

¹² Dividendes totaux.

¹³ Ajustés des dividendes exceptionnels et des effets de change.

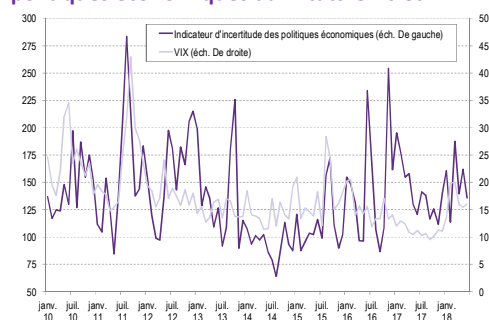
Graphique 17 : Indices de volatilité implicite (en %)



Source : Thomson Reuters Datastream

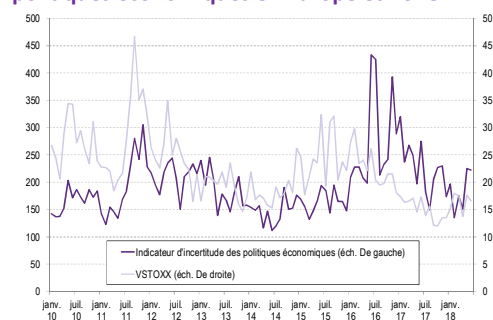
Dans une étude publiée en avril 2018, l'AMF a cherché à analyser les mécanismes à l'œuvre lors des journées du 5 et 6 février 2018¹⁴. Les produits permettant de parier sur la volatilité se sont démocratisés ces dernières années dans un contexte de recherche de rendement de la part des investisseurs. Or, ces produits peuvent amplifier les chocs, ce qui a contribué au saut de volatilité observé début février 2018¹⁵ (Encadré 3). La volatilité sur les marchés actions apparaît désormais moins décorrélée des indices d'incertitude politique à la suite de la diminution de ces derniers et de la hausse récente des indices de volatilité.

Graphique 18 : Indice d'incertitude des politiques économiques aux États-Unis et VIX



Source : Chicago Board Options Exchange, Economic Policy Uncertainty

Graphique 19 : Indice d'incertitude des politiques économiques en Europe et VSTOXX



Source : STOXX, Economic Policy Uncertainty

¹⁴ AMF (2018), Épisode de volatilité début février 2018 : l'impact des produits sur VIX, 19 avril.

¹⁵ L'analyse indique que les produits inverses sur la volatilité (*short volatility*) ont une stratégie pro-cyclique qui consiste lorsque l'indice VIX augmente, à acheter des *futures* VIX afin de conserver une exposition cible constante. La hausse de la demande pour les *futures* VIX entraîne une augmentation des prix des *futures* VIX qui s'est transmise aux *futures* S&P se répercutant ainsi sur l'indice VIX lui-même amplifiant ainsi le choc initial.

Encadré 3 : L'impact des produits sur VIX : analyse de l'épisode de forte volatilité début février 2018

Devant la hausse spectaculaire de la volatilité début février, l'AMF a souhaité proposer une analyse des principaux produits en cause et de leur comportement durant cet épisode, à travers une étude dont voici les principaux résultats¹⁶.

À la suite de la publication le 2 février dernier d'une statistique économique de nature à alimenter les anticipations de hausse des taux aux États-Unis, les marchés ont connu un épisode de forte hausse de la volatilité. Sur la séance du 5 février, l'indice américain S&P 500 a chuté de 4,2 %. L'indice VIX, qui mesure la volatilité implicite des options sur l'indice S&P 500 et permet d'évaluer le risque de marché perçu par les investisseurs, est monté jusqu'à 37 points en quelques jours, loin de la fourchette de 10 à 15 points dans laquelle il évoluait au cours des mois précédents. Les indices VSTOXX et VCAC, qui mesurent la volatilité respectivement sur les marchés européen (Eurostoxx 50) et français (CAC40), ont suivi la même tendance et sont passés respectivement de 15 et 14 points au 31 janvier 2018 à respectivement 35 points le 9 février 2018 et 30 points le 8 février 2018. Ces indices sont depuis revenus à des niveaux moins élevés : le VIX affiche, en effet, 13 points au 25 mai 2018, le VSTOXX, 16 points et le VCAC 14 points.

Cette flambée de la volatilité a surpris le marché par son ampleur et sa brutalité. Elle semble trouver son origine moins dans des causes fondamentales, que dans des facteurs techniques liés aux produits dérivés indexés sur le VIX, et notamment par l'impact des produits pariant sur la baisse de cet indice. Si ces produits ont des encours relativement faibles, ils ont joué un rôle auto-amplificateur sur la hausse du VIX, à travers deux mécanismes : (i) le mécanisme de rééquilibrage de ces produits en fin de journée, qui a créé une boucle de rétroaction avec l'indice lui-même¹⁷ ; (ii) le rôle d'autres intervenants, qui ont fait monter les prix des contrats à terme sur le VIX, en anticipation de (i). De plus, ces produits ont eu un impact réel mais non significatif sur la baisse des actions américaines le 5 février en fin de séance¹⁸. En dépit des mouvements brutaux observés sur leurs cours (entraînant parfois leur liquidation anticipée), les produits indexés sur le VIX ont depuis bénéficié de nouvelles collectes importantes à la suite de cet épisode dans un contexte de repli de la volatilité¹⁹.

Compte tenu des soupçons ayant porté sur les contrats à terme sur le VIX aux États-Unis, l'étude examine également la question des éventuelles manipulations de marché sur les indices de volatilité en Europe. Un schéma manipulateur sur les indices de volatilité européens, tels que le VCAC et le VSTOXX, semble peu vraisemblable.

Enfin, l'analyse montre que les investisseurs des placements collectifs français n'ont pas été exposés de manière significative à des stratégies sur le VIX et n'ont donc pas été significativement impactés. Quant aux fonds européens pariant sur la volatilité, ils sont très marginaux en Europe. Cependant, l'importance des fonds développant des stratégies utilisant plus généralement des cibles de volatilité ou des produits sur volatilité doit constituer un point d'attention. En cas de retournement des marchés, ces stratégies peuvent contribuer à amplifier les mouvements de cours comme cela a été le cas pour le VIX en février.

Ainsi, les craintes de résurgence de ce type d'événements apparaissent importantes, d'abord pour des raisons fondamentales : le diagnostic d'évaluations élevées des actifs financiers porte le risque d'une correction sur les marchés avec probablement une hausse de la volatilité qui se trouverait accentuée à cause des effets mécaniques des produits indexés sur la volatilité. Au-delà de ces seuls produits, les mécanismes de protection de type coupe-circuits peuvent être utiles pour limiter les variations de cours les plus aberrantes.

Le rôle des produits sur VIX dans cet épisode a également été mis en avant dans d'autres analyses. La Banque des règlements internationaux (BRI), dans son rapport trimestriel publié en mars 2018²⁰, estime ainsi que l'évolution des marchés le 5 février a constitué une nouvelle illustration de la manière dont des structures synthétiques à effet de levier peuvent créer et amplifier des variations brutales sur les marchés, même si les intervenants principaux sont de taille relativement modeste. Dans sa revue *Stabilité Financière* de mai 2018, la BCE²¹ fournit par ailleurs une analyse des comportements de rachats nets de souscriptions pour les produits indexés sur la volatilité : les investisseurs ne se seraient pas montrés très pro-cycliques lors de l'événement du 5 février 2018 ; c'est bien la logique de couverture des risques interne à ces produits qui a engendré un effet auto-amplificateur.

¹⁶ Voir C. Le Moign, F. Raillon (avril 2018), « Episode de volatilité début février 2018 : l'impact des produits sur VIX », AMF.

¹⁷ Leur couverture des risques est par nature pro-cyclique : si le future VIX est en hausse, alors le rebalancement de leur couverture en fin de journée nécessite d'acheter des futures sur le cours de clôture (et inversement de vendre des futures si le future baisse). Ainsi, bien que leurs positions agrégées sur ces instruments soient relativement petites, même une faible variation du prix du future peut avoir un impact de marché important.

¹⁸ Si en conditions normales de marché, compte tenu des montants échangés sur le S&P, la transmission des mouvements observés semble plutôt se faire du future S&P vers le future VIX, cette relation semble s'être inversée en toute fin de journée le 5 février. Au total, au cours de la journée du 5 février, l'impact des futures VIX sur la baisse des futures S&P 500 est estimé à 0,7 %, soit 13 % de la baisse des futures S&P 500 observée durant la journée (-5,5 %).

¹⁹ Par exemple, trois jours après l'annonce de la liquidation du fonds XIV, qui a subi une décote de 96 % entre le 2 et le 5 février 2018, l'ETF concurrent SVXY a enregistré un afflux record de capitaux : 300 millions de dollars en une seule journée.

²⁰ « La volatilité est de retour », BRI, rapport trimestriel, mars 2018.

²¹ « Financial Stability Review », BCE, mai 2018.

1.2 L'EMBELLIE CONJONCTURELLE A PARTICIPÉ AU REGAIN D'ACTIVITÉ SUR LES MARCHÉS PRIMAIRES

En 2017, l'amélioration de l'environnement macro-financier a constitué un important facteur de soutien des marchés primaires d'actions et d'obligations. Fait notable, l'effondrement de la volatilité à des plus bas historiques a indubitablement contribué au rebond des émissions de dette spéculative et des introductions en bourse. Mais le regain d'instabilité financière au premier trimestre 2018 a fragilisé ce mouvement, à l'image de ce qui s'était produit en 2016. Autre facteur d'inquiétude, la progression de l'endettement des sociétés non financières en France, mais également aux États-Unis, s'est poursuivie, contribuant à raviver les craintes relatives à leur soutenabilité.

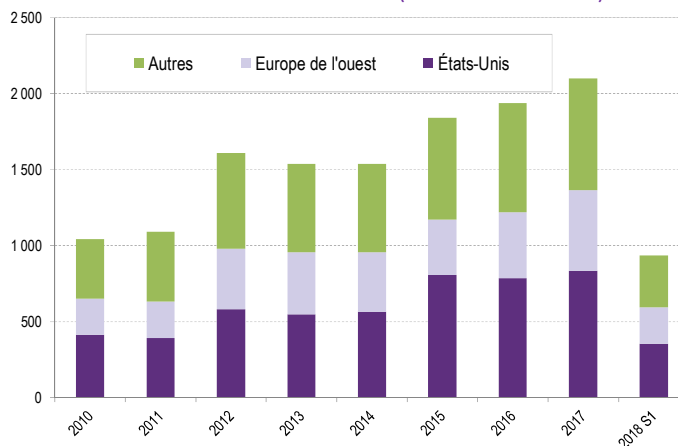
1.2.1 Les marchés primaires obligataires et, plus généralement, de la dette privée, atteignent de nouveaux records

Les émissions obligataires ont atteint de nouveaux records en 2017. Au niveau mondial, elles ont avoisiné 4 300 milliards d'euros, soit une hausse de 5 % par rapport à 2016. De fait, les marchés primaires ont bénéficié de solides facteurs de soutien, parmi lesquels le maintien des taux d'intérêt à des niveaux bas, l'accélération de l'activité ainsi que la faible volatilité boursière. Dans ce contexte, les émetteurs ont continué de profiter de ces conditions extrêmement avantageuses pour optimiser la structure de leur dette dans la perspective d'un environnement monétaire moins favorable.

- Le dynamisme des émissions obligataires des sociétés non financières (SNF) fait naître des craintes quant à la soutenabilité de leur endettement

Les émissions obligataires réalisées par les sociétés non financières sont demeurées dynamiques en 2017. Les opérations de fusion-acquisition et l'environnement de taux bas sont restés des facteurs de soutien importants du marché. Au niveau mondial, les émissions brutes ont ainsi dépassé le seuil des 2 000 milliards d'euros, en hausse de 5 % sur un an. La France s'inscrit dans ce mouvement d'ensemble. Les émissions y sont restées dynamiques en 2017 avec néanmoins un sensible fléchissement en cours d'année. Mais elles ont rebondi sur les premiers mois de 2018, avoisinant 40 milliards d'euros sur les quatre premiers mois, contre 80 milliards sur l'ensemble de l'année 2017.

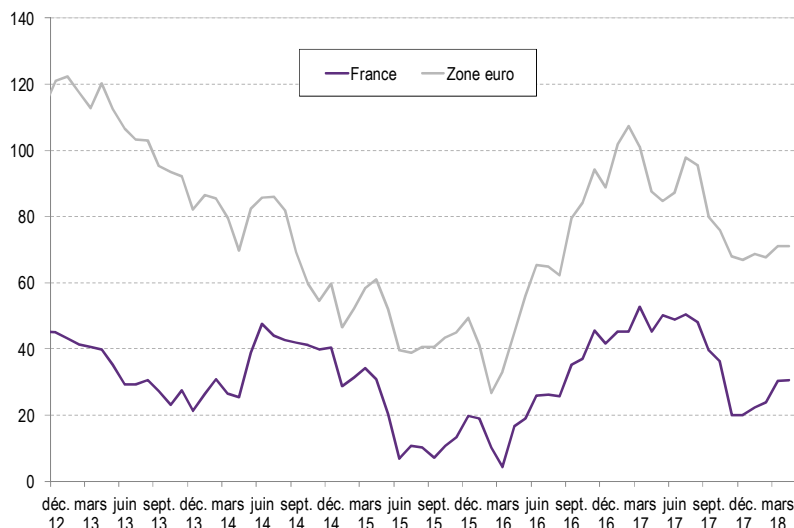
Graphique 20 : Émissions brutes d'obligations des sociétés non financières au niveau mondial (en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Les émissions nettes, bien que toujours positives, ont pour leur part fortement diminué jusqu'au début de l'année 2018, en France comme dans la zone euro (Graphique 21).

Graphique 21 : Émissions nettes d'obligations des sociétés non financières en France et dans la zone euro (cumul sur un an, en milliards d'euros)

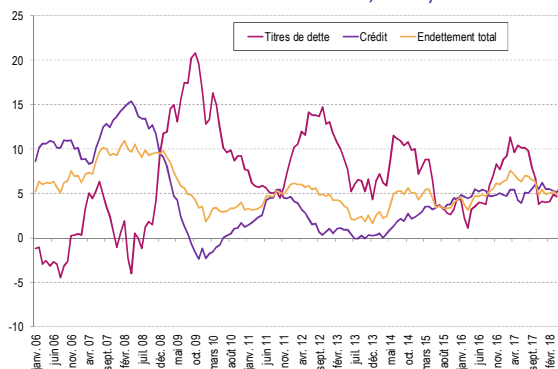


Source : BCE

Au-delà des seules émissions de titres, c'est l'endettement total de l'ensemble des sociétés non financières qui a continué de progresser en France, avec une sensible accélération à partir du second semestre 2017 des crédits bancaires octroyés (+5,8 % de taux de croissance annuel en mai 2018), ce qui distingue la France de la plupart des autres pays de la zone euro. Cette hausse de l'endettement, essentiellement imputable aux grandes entreprises, reflèterait un effort d'investissement et une détention accrue de liquidités²². De fait, l'endettement net des entreprises (qui mesure l'endettement net de trésorerie) aurait connu une hausse limitée depuis 2007. Cette situation particulière de la France a suscité des inquiétudes. Le Haut conseil de stabilité financière a ainsi décidé de plafonner l'exposition des banques systémiques aux grandes entreprises les plus endettées à 5 % de leurs fonds propres. Cette décision est entrée en vigueur début juillet 2018. Les banques se verront également imposées à partir de juillet 2019 une surcharge de 0,25 % en fonds propres pour leurs activités de crédit en France. Constitué de manière préventive, ce coussin contra-cyclique a vocation à être utilisé en tant que réserve de capital, afin de permettre aux banques de maintenir leur offre de crédit en cas de retournement de cycle.

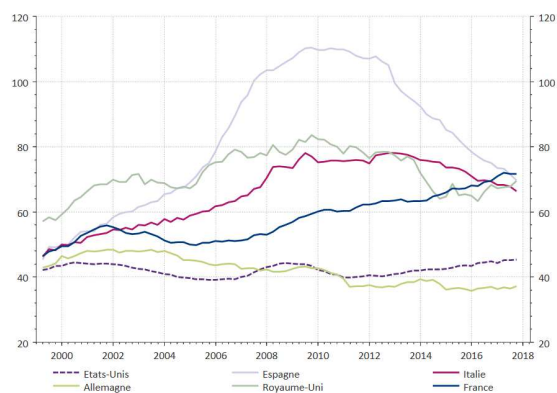
²² Voir notamment M-B Khder et Rousset C. (2017) : « Faut-il s'inquiéter de la hausse de l'endettement des entreprises en France ? », INSEE, Note de conjoncture, décembre et HSCF (2017) : « État des lieux de l'endettement des agents privés non financiers », sept.

Graphique 22 : Endettement des SNF en France (taux de croissance annuels, en %)



Source : Banque de France.

Graphique 23 : Taux d'endettement brut des SNF²³ (en % du PIB)



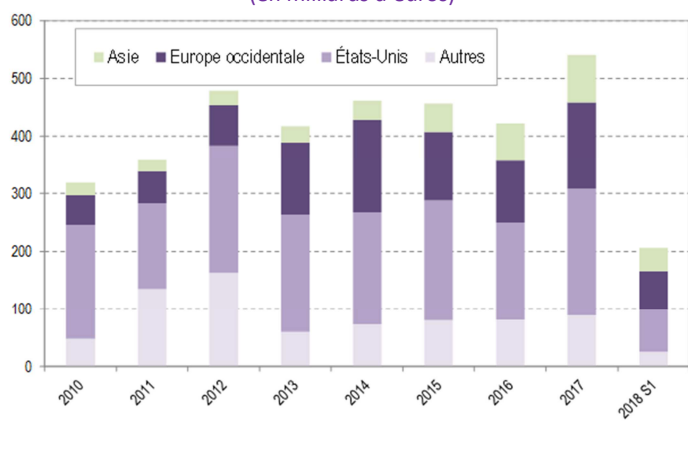
Source : Banque de France.

- Le dynamisme du marché de la dette spéculative pourrait conduire à d'importantes corrections en cas de retournement conjoncturel

Les émissions d'obligations spéculatives ont souffert des épisodes d'instabilité début 2018

L'amélioration de l'environnement macro-financier a permis le rebond des émissions d'obligations spéculatives en 2017, qui ont progressé de 30 % sur l'ensemble de l'année. Ce mouvement ne s'est néanmoins pas poursuivi au cours des premiers mois de 2018. Les épisodes de volatilité observés au cours du premier trimestre 2018 ont alors pesé sur l'activité du marché primaire, notamment aux États-Unis.

Graphique 24 : Émissions brutes d'obligations spéculatives par les sociétés non financières selon la nationalité de l'émetteur (en milliards d'euros)



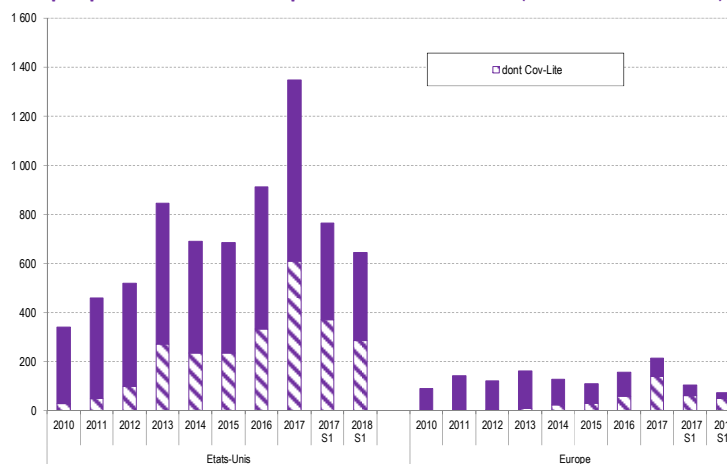
Source : Bloomberg

²³ L'endettement des sociétés non financières se compose des crédits obtenus auprès des intermédiaires financiers français et étrangers et des titres de créance (principalement des obligations) émis sur les marchés financiers mais ne comprend pas les opérations de prêts/emprunts entre entreprises appartenant à un même groupe. Elle est comptabilisée en valeur nominale, c'est-à-dire à la valeur de remboursement des fonds empruntés.

Le dynamisme des prêts à effet de levier constituerait une source de fragilité en cas de retournement conjoncturel

Poursuivant une tendance amorcée en 2016, le marché des prêts à effets de levier est pour sa part resté très dynamique en 2017. La recherche de rendement par les investisseurs et les besoins de financement d'opérations de croissance externe par les sociétés ont constitué d'importants facteurs de soutien à ce segment de marché. Fait notable, ce mouvement a été particulièrement marqué pour les prêts assortis de clauses de protection contractuelles allégées (*Covenant-Lite loans*), notamment en Europe, où les volumes ont doublé sur l'année et ont représenté les deux tiers de l'ensemble des prêts à effets de levier octroyés (contre un peu moins de la moitié aux États-Unis). Bien qu'une sensible inflexion ait été perceptible sur les premiers mois de 2018, cette dynamique observée depuis 2016 constitue une source de fragilité en cas de retournement du cycle de crédit.

Graphique 25 : Volumes de prêts à effets de levier (en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

1.2.2 Les marchés primaires d'actions ont bénéficié de l'amélioration de l'environnement macro-financier

- Les introductions en bourse renouent avec la croissance

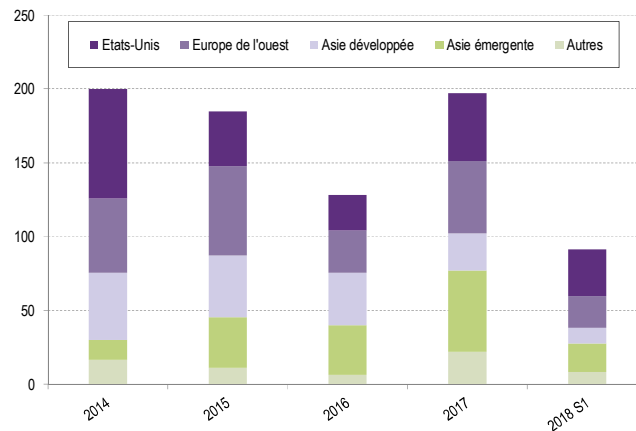
La bonne tenue de la croissance mondiale, la faible volatilité et les niveaux élevés de valorisation boursière ont soutenu l'activité des introductions en bourse qui, après une année 2016 difficile, ont rebondi en 2017 dans l'ensemble des zones géographiques. Au niveau mondial, les volumes de capitaux levés lors de ces opérations se sont accrus de 54 % à près de 200 milliards d'euros. Cette tendance s'est poursuivie sur les premiers mois de 2018, malgré un environnement financier un peu moins favorablement orienté.

Après des années de déclin continu, le marché des IPO a redémarré aux États-Unis

L'activité est apparue particulièrement dynamique aux États-Unis, où les montants levés ont quasiment doublé par rapport à 2016, rompant ainsi avec le déclin continu observé depuis 2014. Fait notable, un quart des capitaux levés sont le fait d'entreprises étrangères, notamment chinoises et, dans une moindre mesure, européennes et brésiliennes. Ce rebond marqué vient ainsi atténuer les craintes légitimes qui se sont exprimées au cours des années récentes sur la raréfaction des IPO sur les marchés américains²⁴.

²⁴ Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz, 2013, The U.S. Left Behind? Financial Globalization and The Rise of IPOs Outside the U.S., *Journal of Financial Economics* 110(3), 546–573; Doidge, Craig, G. Andrew Karolyi, and René M. Stulz, 2017, The U.S. Listing Gap, *Journal of Financial Economics* 123(3), 464–487.

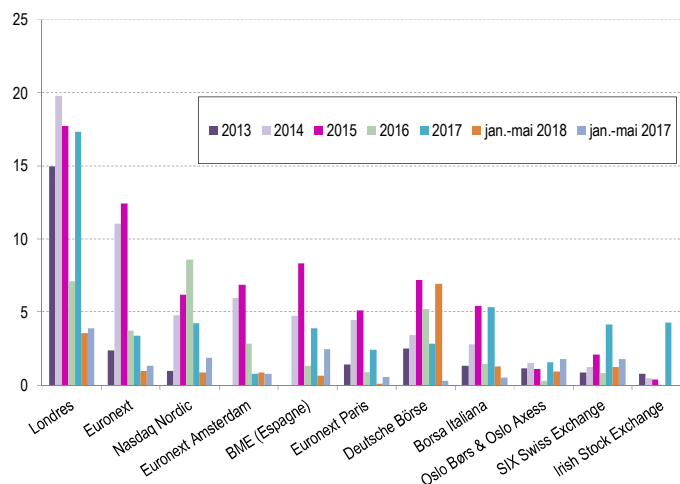
Graphique 26 : Levées de capitaux lors des opérations d'introductions en bourse
(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg.

En Europe, l'activité est également apparue très dynamique sur la plupart des places financières. La forte hausse des montants levés s'explique en grande partie par l'occurrence d'opérations de grande taille, à l'image de l'introduction en bourse de Siemens Healthcare AG au premier trimestre 2018 (3,7 milliards d'euros) sur Deutsche Börse. Parallèlement, les incertitudes entourant l'issue des négociations dans le cadre du *Brexit* n'ont eu qu'un impact limité sur l'activité au Royaume-Uni, tout comme l'instabilité politique en Italie.

Graphique 27 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe par place de cotation
(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg.

□ Les sociétés déjà cotées ont intensifié leur recours aux marchés

Les sociétés déjà cotées ont intensifié leurs appels aux marchés d'actions en 2017, cette tendance se confirmant début 2018. La bonne orientation du climat économique et financier, ainsi que le dynamisme des fusions et acquisitions expliquent en grande partie ce rebond. Au niveau mondial, les émissions brutes de titres de capital ont progressé de plus de 10 % en 2017. Cette tendance a été particulièrement marquée en Europe, où les émissions ont quasiment doublé (+46 %). C'est le cas en France où le montant des capitaux levés a atteint 14 milliards d'euros, contre 6 milliards d'euros l'année précédente.

Aux États-Unis, si les montants levés ont connu une stagnation, le nombre d'opérations s'est en revanche inscrit en nette hausse, d'environ 20 %.

□ Des rachats d'actions moins en vogue

Après avoir atteint des niveaux record en 2016, les rachats d'actions se sont sensiblement infléchis aux États-Unis. Ils auraient ainsi avoisiné 520 milliards de dollars pour l'indice S&P 500 en 2017, soit une baisse de 3,2 %. Plusieurs facteurs ont contribué à ce mouvement de consolidation. En premier lieu, dans un contexte de remontée des taux d'intérêt, les entreprises américaines ont été moins enclines à s'endetter pour racheter leurs actions que lors des années précédentes, d'autant que la valorisation des titres a atteint des niveaux historiquement élevés. Par ailleurs, il est probable que dans la perspective de la réforme fiscale, finalement votée en fin d'année, les entreprises aient fait montre d'un certain attentisme. La baisse de l'impôt sur les sociétés et l'exemption fiscale pour les capitaux rapatriés pourraient raviver l'intérêt pour les rachats en 2018.

En France, les rachats d'actions ont avoisiné 17 milliards d'euros pour les sociétés du CAC 40, contre 25 milliards en 2016²⁵. Contrairement à l'année précédente, le solde net des émissions par actions est donc apparu légèrement positif en 2017. À la différence de l'année 2016, les marchés financiers ont donc contribué positivement au financement de l'économie, à la fois sur le segment de la dette comme celui des fonds propres des entreprises.

1.2.3 Les modes de financement alternatifs peinent à se développer

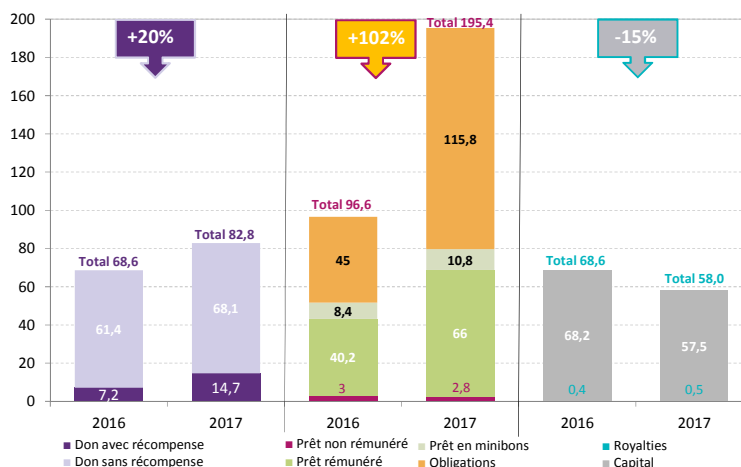
L'environnement de taux bas et l'abondance de liquidités ont constitué un important levier pour les financements bancaire et obligataire traditionnels mais ont peu profité aux modes de financement alternatifs. Les montants levés sur le marché du *crowdfunding* et du placement privé ont, certes, continué de progresser mais demeurent à des stades de développement peu avancés. De manière plus structurelle, des obstacles réglementaires pourraient pénaliser les petites capitalisations dans leur recherche de financements.

- L'instauration d'un régime européen pourrait contribuer au développement du financement participatif, sous réserve que des amendements au projet de règlement soient apportés

Les montants levés par l'intermédiaire de plate-formes de *crowdfunding* ont continué de progresser en 2017 en France mais demeurent à des niveaux faibles. Selon le cabinet KPMG, ils ont avoisiné 340 millions d'euros, soit une hausse de 44 % en un an, essentiellement sous forme d'obligations et, dans une moindre mesure, de prêts et d'investissement en actions.

²⁵ Source AMF.

Graphique 28 : Fonds collectés via des plate-formes de crowdfunding en France par type d'opération (en millions d'euros)



Source : KPMG

L'instauration d'un cadre réglementaire européen pourrait contribuer à développer ce segment de marché, en permettant notamment d'élargir la base des investisseurs. Tel est d'ailleurs l'objectif de la proposition de règlement européen sur le financement participatif (*crowdfunding*) publiée le 8 mars 2018. Elle vise à faciliter l'accès aux financements des entreprises innovantes, start-ups et PME non cotées. Outre un document d'information harmonisé, elle prévoit notamment la possibilité d'effectuer des offres transfrontières dans l'ensemble de l'Union européenne. Cette mesure constituerait une avancée significative. Pour autant, le niveau de plafond retenu, soit 1 million d'euros par offre de financement participatif sur douze mois, semble trop faible pour justifier l'accès à un bassin d'épargne aussi large que celui de l'UE, mettant ainsi en doute l'attractivité du futur régime, s'il devait être mis en œuvre selon le schéma proposé.

- Pénalisé par l'environnement de taux bas, le marché de l'Euro-PP pourrait voir son développement freiné par des obstacles réglementaires

Alors qu'elles évoluaient jusque-là en parallèle, les trajectoires de croissance entre les deux principaux marchés du placement privé en Europe, le *Schuldschein* et l'*Euro Private Placement* (Euro-PP), ont connu une très nette divergence à partir de 2016²⁶. Dynamique depuis sa création en 2012, l'Euro-PP a alors en effet très fortement ralenti, alors que le marché allemand du *Schuldschein* connaissait pour sa part une croissance toujours robuste²⁷. Le montant des capitaux émis sur le marché de l'Euro-PP aurait ainsi baissé de près de 40 % (passant de 9 à 5,5 milliards d'euros) entre 2015 et 2016, tandis que les montants empruntés sur le marché du *Schuldschein* quant à eux progressaient au cours de la même période de plus de 20 % (passant de 20 à 26 milliards d'euros).

²⁶ L'Euro PP et le *Schuldschein* permettent tous deux aux entreprises n'ayant pas nécessairement accès au marché obligataire international d'obtenir un financement désintermédié de moyen terme auprès d'un nombre très limité d'investisseurs professionnels, basé sur un contrat directement négocié entre les parties. Ils diffèrent toutefois notamment dans la nature de l'instrument de financement. L'Euro PP peut prendre la forme d'un prêt ou d'une émission obligataire cotée ou non cotée. La mise en place du *Schuldschein* se traduit quant à elle par l'émission par l'émetteur d'un certificat au porteur auquel est attaché le contrat de prêt régi par le droit allemand.

²⁷ Il convient de noter que les données relatives au marché de l'Euro-PP doivent être considérées avec précaution dans la mesure où une proportion significative d'entre elles ne font l'objet d'aucune publicité.

L'évolution divergente entre les deux marchés européens s'explique en grande partie par des conditions de financement moins favorables sur le marché de l'Euro-PP, concurrencé à la fois par le marché du *Schuldschein*, mais aussi par les marchés de dette traditionnels, depuis la mise en œuvre par la BCE de sa politique monétaire non conventionnelle. Après une ou plusieurs opérations réalisées sur le marché de l'Euro-PP, certains émetteurs de taille significative ont ainsi profité de cette expérience acquise et de conditions de marché particulièrement favorables pour avoir accès aux marchés obligataires classiques²⁸. Par ailleurs, dans un contexte de liquidités abondantes, les banques ont, d'une manière générale, assoupli leur politique d'octroi de crédit et leurs exigences en termes de rémunération sur le marché du *Schuldschein*, où elles sont prédominantes en tant qu'investisseurs. À l'inverse, les investisseurs sur le marché de l'euro-PP, à savoir les sociétés de gestion et les compagnies d'assurance, confrontés à une diminution de la taille moyenne des opérations, auraient alors atteint un point mort en termes de rentabilité sur ces opérations, expliquant la relative rigidité des *spreads* observés sur ce segment de marché.

Depuis l'été 2017, une reprise de l'activité sur le marché de l'Euro-PP est néanmoins perceptible, avec le retour sur le marché d'émetteurs historiques qui pourraient anticiper une remontée des taux d'intérêt et l'arrivée des premières besoins de refinancement. Ce raffermissement pourrait toutefois être affecté par des contraintes accrues pesant sur les émetteurs et leurs conseils depuis l'entrée en vigueur du règlement Abus de marché, comme l'application du régime des sondages de marché aux Euro-PP.

- Les PME pourraient pâtir des nouvelles règles imposées par MIF2 sur le financement de la recherche

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 au client qui soit décorrélée de celle engendrée par des activités de transaction. Cette mesure, conçue à l'origine pour éviter d'éventuels conflits d'intérêt et protéger les investisseurs, pourrait avoir des impacts négatifs non désirés, en particulier sur le financement des sociétés, notamment celui des petites et moyennes capitalisations. Un premier risque identifié concerne l'avenir de la recherche indépendante, par définition, non porteuse de conflit d'intérêts liés à l'exécution, dont le modèle économique pourrait en effet être mis à mal par une intensification de la concurrence par les prix et une concentration accrue des fournisseurs de recherche. Le second risque est celui d'une diminution du nombre de valeurs suivies. Or, les études montrent que la moindre couverture des sociétés par les analystes est préjudiciable à leur financement, dans la mesure où elle renforce l'asymétrie d'information, en particulier pour les PME²⁹. De fait, des motifs d'inquiétude ont été exprimés par de nombreux acteurs de l'industrie mais également des régulateurs dont l'AMF, ainsi que par le groupe d'experts de la Commission sur le marché obligataire³⁰, sachant qu'un déclin de la couverture des valeurs moyennes était déjà perceptible avant la réforme. Les impacts de cette mesure restent toutefois à évaluer. Tel est l'objectif de l'initiative de place MiFID Vision à laquelle l'AMF apporte son soutien et sa contribution, et qui vise notamment à la construction d'un baromètre permettant d'analyser les tendances observées.

²⁸ À l'image des Fromageries Bel par exemple.

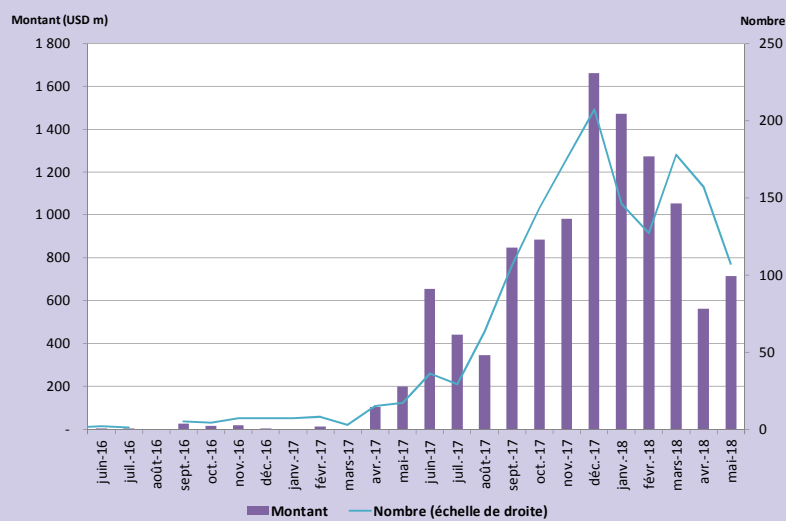
²⁹ Voir notamment Derrien et Kecskés (2013): "The Real Effects of Financial Shocks: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage", *Journal of Finance*, Août, pp. 1407-1440.

³⁰ Analysis of European corporate bond market. Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds November 2017

Encadré 4 : L'essor des Initial Coin Offerings (ICO)

L'année 2017 a été marquée par l'essor des ICO. Au niveau mondial, malgré un sensible ralentissement observé depuis le début de 2018, les levées de fonds auraient ainsi dépassé 5 milliards de dollars sur les cinq premiers mois de l'année, après 6 milliards de dollars sur l'ensemble de l'année 2017, selon les estimations d'ICOData. En France, ce segment de marché est embryonnaire, avec 21 opérations recensées début 2018 depuis l'origine pour un montant de capitaux levés de l'ordre de 350 millions d'euros (Source AMF). Ces opérations de levées de fonds effectuées contre des émissions de jetons (*tokens*) présentent de nombreux avantages pour les porteurs de projets qui y recourent. Ainsi, les ICO peuvent répondre à des besoins de financement à des stades très précoces de développement. Elles peuvent être par ailleurs réalisées dans des délais très courts, bien moindres que ceux observés dans des circuits de financement plus classiques (introduction en bourse, *private equity* par exemple). Enfin, elles permettent d'accéder à une base d'investisseurs la plus large possible, au niveau mondial.

Graphique 29 : Nombre d'ICO et montants levés au niveau mondial
(en millions de dollars)



Source : ICDodata

Les ICO se sont jusqu'à présent développées en dehors de tout cadre réglementaire. Toutefois, compte tenu des enjeux en termes de protection des investisseurs et d'intégrité du marché, les régulateurs de marché ont rapidement initié des réflexions et analyses afin d'évaluer les impacts économiques de ce nouveau type de financement et de définir la réglementation la plus appropriée qui leur serait applicable, i.e. capable de permettre un développement de ces opérations dans un cadre sécurisé. La nature transfrontière des ICO rend de fait nécessaire une approche coordonnée au niveau international mais, dans l'intervalle, le développement d'approches nationales est indispensable à court terme afin de permettre le développement de ces nouveaux instruments dans un cadre sécurisé. Il est d'ailleurs en cours dans certains pays, dont la France³¹, avec des paradigmes réglementaires qui apparaissent à ce stade relativement divergents (une vision pessimiste et critique insistant sur le contournement de la réglementation actuelle et le financement d'activités illégales, une vision plus ouverte qui propose d'encadrer et de développer la transparence). Si l'adoption d'approches nationales devrait permettre de garantir aux investisseurs une meilleure protection, cette possible absence de convergence en matière de supervision porte le risque de créer des arbitrages en faveur des juridictions les moins strictes.

³¹ Voir Partie 4.3.2.

CHAPITRE 2 : ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATION

2.1. MARCHÉS D’ACTIONS

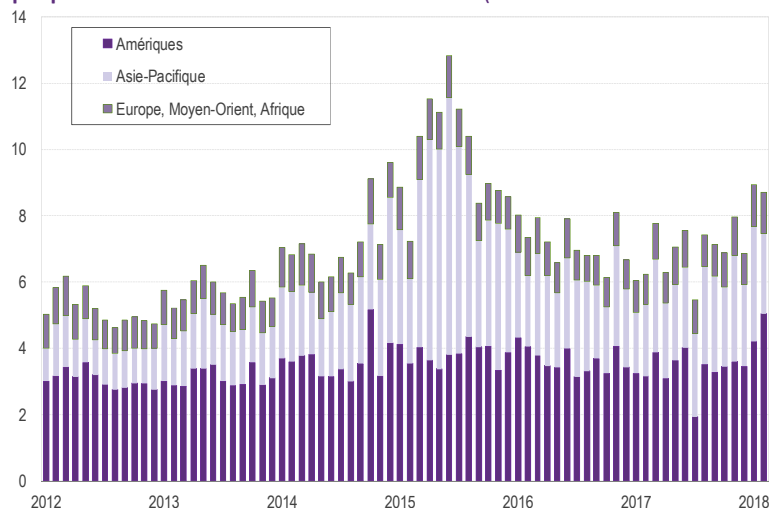
2.1.1 Une croissance des encours mais des volumes de négociation en retrait

En 2017, une croissance annuelle de 17,9 % a porté la capitalisation mondiale à 82 512 milliards de dollars. Elle a été tirée par les marchés asiatiques dont la capitalisation boursière a crû, selon les statistiques de la *World Federation of Exchanges*, de 22,1 % à 31 296 milliards de dollars. À plus du double de celle des marchés européens³² (14 728 milliards, +11,1 %³³), cette dernière s’approche donc de celle de l’Amérique du Nord (36 486 milliards, +17,4 %).

Sur les marchés d’actions d’Euronext³⁴, la croissance de 11,2 % de la capitalisation boursière (à 3 641 milliards d’euros) s’est inscrite en ligne avec la performance des indices de marché (+10,6 % pour l’Euronext 100).

À l’échelle mondiale, les volumes de transactions réalisés en 2017 dans les carnets d’ordres (Graphique 30) se sont inscrits en retrait (-4,7 %) par rapport à 2016. De façon générale, cette évolution caractérise une pression sur les revenus unitaires des entreprises de marché sur les marchés d’actions au comptant. Elle masque cependant des différences régionales : contrairement à ce qui avait été noté en 2016, la baisse provient en 2017 surtout des marchés nord-américains (-8,4 %), les marchés européens affichant une légère progression (+2,5%) du fait du renforcement du taux de change de l’euro contre le dollar. Exprimés en euros, les volumes de transactions sur actions réalisés dans les carnets d’ordres électroniques d’Euronext ont en effet augmenté de 6,7 % à 1 643 milliards d’euros, ce qui reste toujours très en deçà des niveaux observés avant la crise (3 302 milliards en 2007).

Graphique 30 : Volume de transactions sur actions (en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE, AMF.

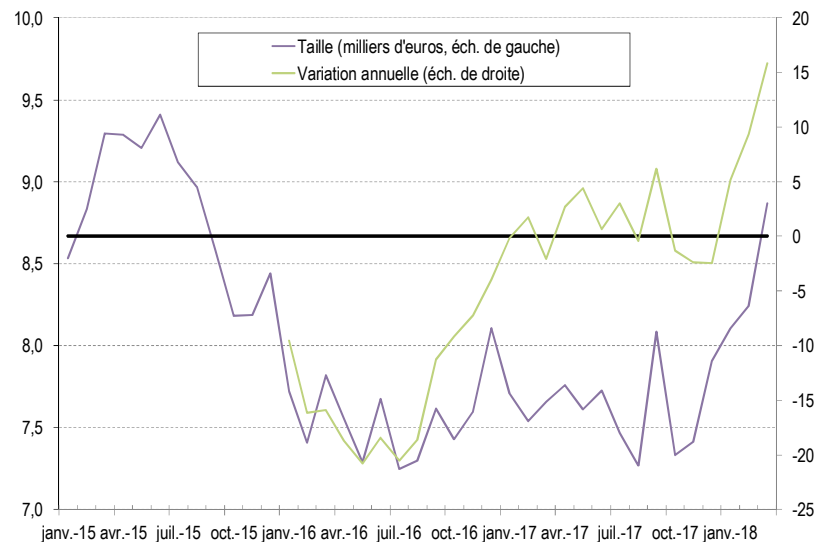
³² 74 % de l’agrégat Europe-Moyen-Orient-Afrique provient des marchés européens. Il ne couvre par ailleurs pas le London Stock Exchange Group (LSEG), qui comprend la Bourse de Londres (LSE) et *Borsa Italiana*. A fin 2017, la capitalisation du LSE est de 3 719 milliards d’euros, celle de *Borsa Italiana* de 634,4 milliards d’euros.

³³ Corrigée de l’appréciation du change euro contre dollar US (+12,1 %), la croissance est supérieure en Europe.

³⁴ Couvrant les places d’Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Paris, mais pas celle de Dublin.

Dans ce contexte, la baisse de taille des transactions observée jusqu'à 2016 sur Euronext Paris (Graphique 31) s'est interrompue, puis inversée. Ainsi, la taille moyenne des transactions en carnets s'est accrue de 0,8 % entre 2016 et 2017, une tendance qui s'est prolongée au T1 2018, durant lequel une hausse annuelle de 10,1 % a été enregistrée par rapport à T1 2017. La baisse tendancielle de la taille des transactions avait généralement caractérisé le développement du *trading* algorithmique, dans un contexte, où la fragmentation du flux d'ordres et la mise en œuvre de stratégies de *trading* à haute fréquence (THF) permettent de tirer profit de plus faibles espérances de gains du *trading*. Si la tendance à la hausse reste à confirmer, son accélération récente semble liée à l'introduction d'un nouveau régime des pas de cotation (voir 2.1.2 ci-après). Outre les bénéfices d'une réduction du nombre de transactions pour la résilience des systèmes de négociation et la "lisibilité" du flux d'ordres, cette évolution pourrait, à l'avenir, contribuer à atténuer les effets de la concurrence faite aux marchés répondant aux obligations de transparence pré-négociation (marchés "lit") par les plates-formes exemptées d'obligations de transparence pré-négociation (*dark*) (cf. 2.1.3 ci-après).

Graphique 31 : Euronext Paris : Taille des transactions en carnet



Source : Euronext, AMF.

2.1.2 Une évolution significative de la structure des marchés actions dès l'entrée en vigueur de MIF2

Après un report d'un an, la Directive MIF2 est entrée en application le 3 janvier 2018. En l'absence de problème majeur de mise en œuvre, elle s'est accompagnée d'une modification immédiate et significative de la structure du marché actions avec le développement de modes de *trading* dont l'impact potentiel pourrait ne pas correspondre aux objectifs initiaux de la directive.

La nouvelle directive et ses règlements associés avaient pour ambition d'améliorer le mécanisme de formation des prix du marché action au travers de quelques mesures phares :

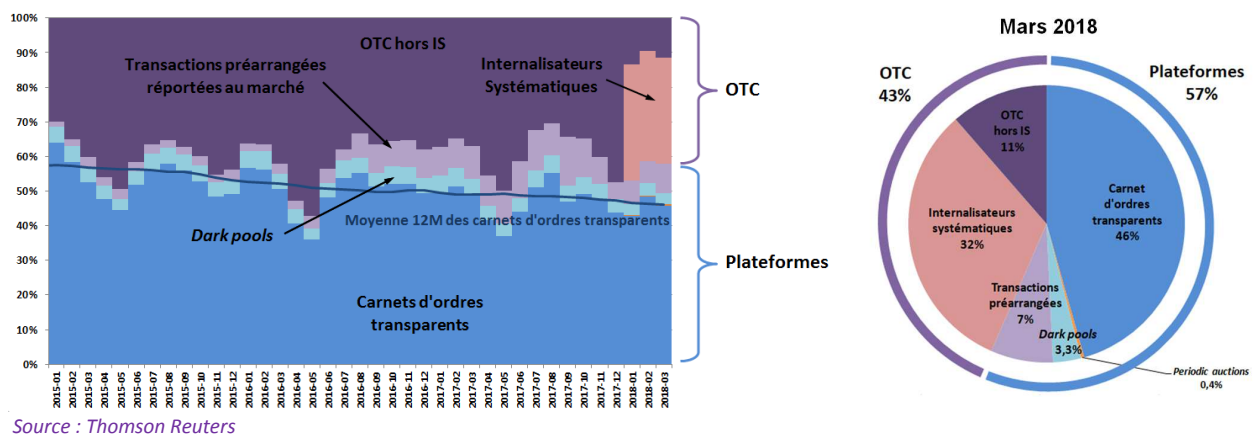
- **l'obligation de négociation** sur un marché réglementé (MR), un système multilatéral de négociation (SMN) ou par l'intermédiaire d'un internalisateur

systématique (IS)³⁵, qui vise en particulier à ramener le maximum de volume sur les lieux d'exécution offrant une transparence pré-transaction;

- **le mécanisme du double plafonnement** (double volume cap en anglais ou DVC), dont l'objectif est de limiter la part du *trading* qui, même lorsqu'il est réalisé sur plate-forme, ne participe pas à la formation du prix. Ce mécanisme prévoit que le dépassement par une plate-forme d'un seuil de 4 % de part de marché sur un instrument ou de 8 % pour l'ensemble des plates-formes européennes entraîne la suspension des dérogations à la transparence pré-transaction pour les six prochains mois sur cet instrument respectivement pour la plate-forme ou l'ensemble des plates-formes ;
- **le régime de pas de cotation harmonisé (*tick size*)**, enfin, qui cherche à réduire le bruit et équilibrer l'écosystème des intervenants sur les plate-formes où le prix se forme.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution historique de la structure du marché actions français ainsi que son état en mars 2018, soit trois mois après l'entrée en vigueur de MIF2.

Graphique 32 : Évolution de la structure des marchés actions français
(Part de marché en montants échangés)



Une obligation de négociation qui profite aux internalisateurs systématiques et non aux plates-formes

On assiste depuis l'entrée en vigueur de MIF2 à une explosion de la part de marché des IS : alors qu'en 2017, on dénombrait 14 IS actifs sur les valeurs françaises pour une part de marché cumulée inférieure à 1 %, ils sont désormais 28 et totalisent un tiers des volumes totaux (et les trois quarts des volumes OTC).

Les IS constituent une catégorie intermédiaire entre l'OTC pur et les plates-formes de négociation en terme de transparence : ils sont, en effet, soumis à l'obligation de publier en permanence les prix proposés sur les actions liquides pour une taille minimum standard de 10 000 euros (comparable à la taille moyenne de transaction).

Le recours à un IS présente plusieurs avantages pour les participants au marché :

- des coûts d'exécution plus faibles que ceux des plates-formes, que l'on considère les coûts explicites (les IS ne facturent pas de commissions de négociation) ou les coûts implicites (pas d'impact prix pour la transaction exécutée) ;

³⁵ Les internalisateurs systématiques opèrent de gré à gré (OTC, *over-the-counter*). Le règlement permet de négocier en OTC hors IS sur une base exceptionnelle (non systématique, ad-hoc, irrégulière et non fréquente) et pour les transactions ne participant pas à la formation des prix (définies à l'article 2 du RTS1).

- la possibilité d'offrir des améliorations de prix non soumises au régime harmonisé des pas de cotation³⁶ ;
- une négociation avec une contrepartie connue et dûment sélectionnée afin d'éviter d'être arbitré par des *traders* haute fréquence réputés très présents sur les plates-formes ;
- une réponse à la demande des clients qui peuvent le cas échéant se décharger sur l'IS des obligations de transparence post-transaction.

Ainsi, bien que MIF2 n'oblige les prestataires de services d'investissement à adopter le statut d'IS que si leur activité en compte propre face à leur client dépasse un certain niveau et à partir de septembre 2018 seulement, la plupart des grands *brokers* ont déjà adopté ce statut volontairement. À fin avril 2018, on comptait 103 IS en Europe dans le registre de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF ou ESMA en anglais)³⁷.

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*.

**Le report des volumes
dark vers les marchés
lit n'est pas observé**

Après une période de report, le double volume cap est entré en vigueur le 12 mars 2018. Dans le cadre de cette mesure, 1 487 actions, dont 71 valeurs françaises, ont fait l'objet d'une dérogation à la transparence. Consécutivement à cette mise en œuvre, les volumes *dark*s affichent une diminution sur le premier trimestre 2018 et passent de 4,4 % des volumes totaux fin 2017 à 3,3 % fin mars 2018. Cette baisse est également observée sur les autres marchés européens : Tabb Forum estime ainsi que la part de marché du *dark* est passée de 8,1 % des volumes échangés sur plates-formes en février 2018 à 6,4 % à fin mars 2018 en Europe.

Les marchés *lit* dans leur ensemble ne semblent pas avoir profité de l'attrition des *dark*s *pools*. La part de marché des plates-formes transparentes est restée quasi inchangée après l'entrée en application du DVC. En mars 2018, cette part s'établit à 46 %. Ce constat va à l'encontre de l'ambition initiale des législateurs et des pronostics des participants qui anticipaient un regain des plates-formes transparentes.

Deux modes de *trading* semblent en revanche avoir profité de cette baisse :

- les **transactions pré-arrangées** (ou *transactions off book on venue* ou *negotiated trades*) déclarées aux plates-formes et en conséquence réputées être exécutées sur plate-forme en dépit de leur négociation bilatérale. Elles totalisent 7 % des volumes totaux sur valeurs françaises à fin mars 2018. Sur les titres directement concernés par la mesure DVC, cette proportion passe même de 4,9% des volumes avant la suspension à 9,6 % après;

³⁶ Il ressort que 58 % des transactions sur taille dite standard (10 000 €) sont réalisées sur un *tick* plus fin que celui des plates-formes soumises au nouveau régime de pas de cotation. Ce biais devrait être corrigé prochainement : l'ESMA a en effet proposé fin mars 2018 un amendement du RTS 1 visant à préciser que les améliorations de prix minimales proposées par les IS devront être identiques à celles applicables aux plates-formes.

³⁷ L'ESMA devrait publier le 1^{er} août 2018 les données sur le volume global négocié en Europe au cours du 1^{er} semestre 2018. Ce qui laissera un mois aux entreprises d'investissement pour vérifier si elles dépassent les seuils d'activité les obligeant à adopter le statut d'internalisateur systématique. Il est donc à prévoir que de nouveaux internalisateurs systématiques soient obligés de prendre le statut d'IS au 1^{er} septembre 2018.

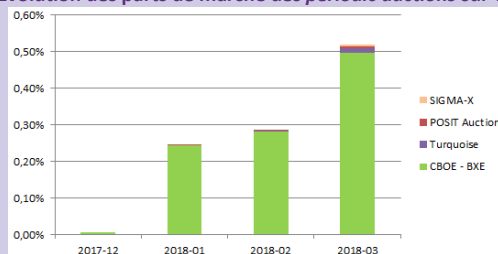
- et dans une moindre mesure, les **periodic auctions** (0,4 % des volumes totaux) dont la croissance fait aujourd’hui l’objet d’intenses controverses. En effet, si ce protocole de négociation offre en théorie une transparence pré-transaction, elle apparaît, dans les faits, en deçà de celle des plates-formes *lit* et pourrait constituer un contournement de l’interdiction du DVC (cf. encadré pour une description détaillée).

Enfin, des interrogations pèsent sur le **développement des transactions large-in-scale (LIS)**. En effet, la mesure DVC ne s’applique pas aux ordres de taille importante (*large-in-scale*) qui peuvent continuer à être négociés sur plates-formes *dark*, y compris pour les titres concernés par la suspension de la dérogation de transparence pré-transaction. Il semblerait ainsi que certains participants attendent d’agrèger suffisamment d’ordres de petites tailles afin de conserver leur capacité à traiter sur plates-formes *dark* une fois la taille LIS atteinte. Or, si la part de marché des transactions LIS est en constante augmentation depuis deux ans, l’entrée en vigueur du DVC se serait traduite par une accélération de cette tendance. Ainsi, Tabb Forum estime que, en Europe, le LIS représente 36 % des volumes des plates-formes *dark* à fin mars 2018 pour un montant moyen journalier de 1,2 milliard d’euros, contre 20 % en moyenne sur l’année 2017. Ce comportement consistant ainsi à différer l’exécution d’un ordre client afin d’atteindre une taille LIS permettant de contourner le DVC pourrait nuire directement à la qualité d’exécution des ordres clients et contrevenir à l’obligation de meilleure exécution.

Encadré 5 : Description du mécanisme des *periodic auctions*

Les *periodic auctions* existent depuis plusieurs années mais leur activité n’a véritablement décollé que depuis l’entrée en vigueur du double volume cap. Actuellement, CBOE BXE (ex. BATS) jouit d’une quasi exclusivité sur ce protocole de négociation (à 96 % des volumes réalisés en *periodic auctions* sur les valeurs françaises) mais de nombreuses plates-formes envisagent de lancer un service similaire dans les prochaines semaines.

Graphique 33 : Évolution des parts de marché des *periodic auctions* sur valeurs françaises



Note : Part de marché en % des montants totaux échangés sur actions françaises, source : Thomson Reuters

Les *periodic auctions* de CBOE BXE ont lieu au sein d’une plate-forme dédiée (i.e. où seuls les ordres de ce type interagissent), distincte des nombreuses autres plates-formes du groupe (carnet transparent CXE et BXE, *dark pools*, etc.) et se déroulent de la façon suivante :

- Un participant entre un ordre avec les caractéristiques habituelles : (ordre limite, ordre au marché, etc.), taille minimum exécutable, durée de validité, etc. L’entrée d’un premier ordre déclenche le lancement d’une phase d’enchère (*call phase*), de courte période (jusqu’à 100 millisecondes environ pour les titres les plus liquides) ;
- Aucune information pré-transaction n’est publiée tant que l’ordre n’en rencontre pas un autre en face. L’entrée du premier ordre n’est donc pas publique ;
- À l’expiration de la phase d’enchère, si l’ordre demeure non exécuté et l’autorise, une nouvelle phase d’enchère peut s’enchaîner automatiquement ;
- En cas de rencontre éventuelle avec un deuxième ordre opposé (si leurs caractéristiques le permettent), la plate-forme diffuse la quantité et le prix théorique exécutable. Ainsi, d’autres membres peuvent théoriquement participer mais ils ignorent quand la phase d’enchère prendra fin (elle a débuté avec l’arrivée du premier ordre) ;
- Au terme de la phase d’enchère, un déboucement (*uncrossing*) exécute les ordres selon des règles de priorité qui peuvent différer selon les plates-formes. Pour le CBOE BXE, c’est la priorité prix / taille / temps qui prévaut, afin de privilégier les exécutions de grandes tailles. D’autres plates-formes proposeraient une priorité prix / membre / temps, qui soulèvent l’une des questions ci-dessous.

Ce protocole de négociation suscite de vives controverses :

- En termes de transparence pré-transactionnelle, les informations publiées par ces systèmes sont beaucoup plus pauvres que celles diffusées par les carnets transparents lors des phases de *fixing* habituelles : ici, tant que deux ordres ne sont pas susceptibles de se rencontrer, aucune information n'est publiée.
- Par ailleurs, l'impossibilité pour les participants de connaître la fin de la phase d'enchère dissuade les tentatives de deviner l'état du carnet. Le mécanisme de découverte des prix n'est guère possible (autrement que par la transparence post-transaction).
- Les ordres du CBOE BXE ne peuvent s'exécuter qu'à l'intérieur de l'EBBO³⁸. Cette caractéristique rapproche les *periodic auctions* des *dark pools*.
- Compte tenu de leur transparence limitée et de leur fonctionnement, les *periodic auctions* peuvent être utilisées par les participants pour y tenter de négocier des transactions pré-arrangées dans le *spread* et ainsi contourner le double volume cap. À cet égard, la priorité prix / membre / temps accordé par certaines plates-formes facilite davantage encore ce type de transactions préarrangées.

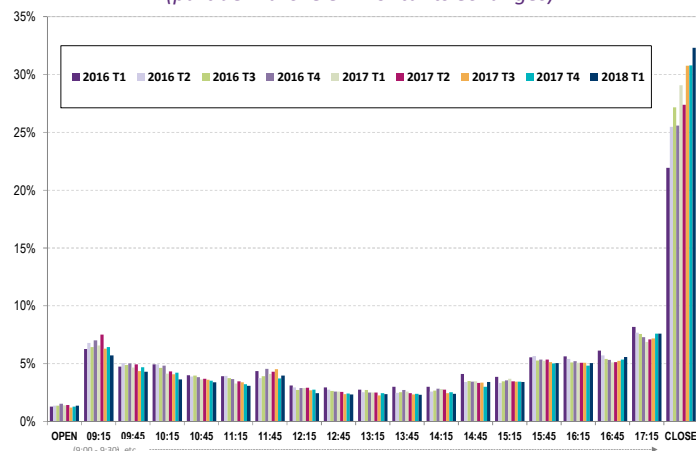
Par le niveau de transparence pré-transaction très limitée qu'elles offrent, les *periodic auctions* apparaissent ainsi comme un mode de négociation promouvant difficilement les objectifs de MIF2, qui recherchaient notamment plus de transparence pour la découverte des prix.

Ainsi, le 10 avril 2018, Marcus Ferber, député européen, a écrit à l'ESMA pour partager ses craintes au sujet des *periodic auctions* comme possible moyen de contournement du DVC et réclamer une analyse approfondie de ces mécanismes de négociation et de leur conformité avec le règlement.

**Une concentration
croissante des
volumes au fixing**

Outre ces évolutions liées à l'entrée en vigueur de MIF2, il apparaît que la concentration croissante des volumes quotidiens de négociation exécutés au *fixing* de clôture, une tendance observée depuis plusieurs années, s'est prolongée de façon marquée en 2017. Pour les valeurs du CAC 40 sur Euronext Paris, le Graphique 34 représente, pour chaque tranche horaire de la journée de cotation, l'évolution des parts des volumes quotidiens exécutés entre le 1^{er} trimestre 2016 et le 1^{er} trimestre 2018. La part de marché des volumes négociés au cours de l'enchère de clôture (*fixing*) s'élève de 22 % au premier trimestre 2016 à 32 % au premier trimestre 2018, et se fait surtout au détriment des volumes échangés en première moitié de journée (jusqu'à 13h00). Dans la mesure où les volumes de transactions qui se reportent sur le *fixing* ont un contenu informationnel (ne correspondent, par exemple, pas exclusivement à des rééquilibres mécaniques de portefeuilles indiciels), la qualité de la formation des prix de négociation du fixing pourrait donc s'améliorer au détriment de celle des négociations en continu.

**Graphique 34 : Évolution de la structure des marchés actions français
(part de marché en montants échangés)**



Source : AMF

³⁸ EBBO : *European Best Bid and Offer*, fourchette constituée du meilleur prix à l'achat et du meilleur prix à la vente pour un titre donné toutes plates-formes européennes confondues.

Le nouveau régime de pas de cotation semble avoir eu l'effet recherché

Au cours des dernières années, les plates-formes de négociation s'étaient engagées dans une course à la baisse de leur pas de cotation dans le but de réduire les fourchettes de cotation et de gagner ainsi des parts de marché. Cette tendance générale avait eu des effets néfastes sur la qualité du marché : un pas de cotation trop faible engendre en effet des améliorations de prix insignifiantes et incessantes, ne se basant sur aucune information fondamentale et se traduisant par une augmentation du bruit dans le carnet d'ordres et une dégradation du mécanisme de formation du prix.

Afin de corriger ces écueils, MIF2 a instauré un régime de pas de cotation minimum harmonisé prenant en compte le profil de chaque instrument (liquidité, *spread*, niveau de prix) et applicable à l'ensemble des plates-formes européennes.

Une première analyse de l'impact de cette mesure sur les valeurs françaises³⁹ révèle que, sur les valeurs de grosses et moyennes capitalisations, ce régime a conduit à augmenter le pas de cotation de 74 % des instruments et a maintenu constant celui des 26 % restants, alors que, sur les plus petites capitalisations, le régime a conduit à réduire le pas de cotation de 15 % des instruments, à l'augmenter pour 21 % et à le conserver pour 64 %.

Il en résulte un pas de cotation plus pertinent au regard du *spread* sur l'ensemble des titres et une amélioration globale de la qualité du marché : hausse significative de la profondeur et réduction du nombre de messages. Dans le même temps, le nouveau régime ne perturbe pas les niveaux des volumes échangés ou la volatilité.

La hausse du pas de cotation engendre toutefois un léger élargissement du *spread* pour les titres les plus liquides, dont le surcoût pour les acteurs traitant de tailles moyennes pourra être compensé par des tailles de transactions plus grandes et par l'économie de bande passante qui résultera de la réduction du bruit (baisse de 44 % du nombre de mises à jour du *spread* sur les titres du CAC 40).

Pour les PME, la mise en place d'un pas de cotation adapté, alors qu'il était constant et égal à 0,01€ auparavant, a permis d'accroître significativement les volumes échangés.

Ainsi, en faisant varier les pas de cotation des valeurs par le biais d'une modification des tranches de liquidité, le nouveau régime constitue un outil qui influe positivement sur la qualité du marché.

2.2 MARCHÉS OBLIGATAIRES

Des volumes échangés sur les marchés secondaires en baisse en 2017

Les volumes échangés sur le marché *corporate* secondaire français s'élèvent à près de 290 milliards d'euros en 2017, en baisse pour la troisième année consécutive. Cette évolution contraste avec les tendances observées sur les marchés primaires où les émissions ont connu une croissance exceptionnelle sous l'effet du programme d'achat d'obligations d'entreprise par la BCE (cf. Chapitre1).

La tendance baissière observée sur les *spreads* en 2016 s'est également confirmée en 2017 avec la poursuite de la contraction des primes de risques alimentées par une politique monétaire accommodante. Toutefois, en fin d'année, les *spreads corporate* en Europe se sont accrus, potentiellement sous l'effet de la réduction du programme d'achats d'actifs. (cf. Chapitre 1).

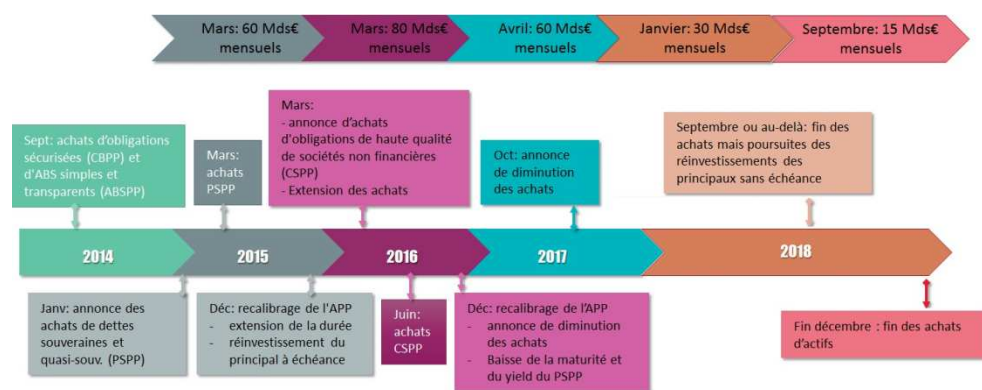
³⁹ AMF, « MIF2 : impact du nouveau régime de pas de cotation », Risques et Tendances, mars 2018.

2.2.1 Une année 2017 marquée par une accentuation 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'entreprise⁴⁰ a commencé le 8 juin 2016, avec un objectif total d'achat de 80 milliards d'obligations (souveraines et *corporate*) par mois. Si d'autres banques centrales ont également procédé à des achats de titres⁴¹, la BCE et la Banque d'Angleterre sont les seules à avoir acheté des obligations d'entreprise.

Comme le montre le schéma ci-dessous, le programme a été graduellement réduit depuis avril 2017 pour être rapporté à 15 milliards d'euros à partir de septembre 2018. La BCE a part ailleurs annoncé le 14 juin 2018 qu'elle interromperait ses achats d'actifs fin décembre 2018.

Schéma 1 : Calendrier des décisions des différents programmes compris dans le programme d'achats d'actifs de la BCE



Source : AMF

La BCE a acheté près de 2 500 milliards d'euros d'obligations européennes depuis mars 2015

L'année 2017 a été marquée par une accélération significative des achats de la BCE en faveur du segment *corporate* : si les montants investis dans les titres obligataires souverains augmentent de 50% entre fin 2016 et fin 2017, la hausse dépasse 150% pour les obligations *corporate*.

Au 15 juin 2018, les montants totaux d'obligations achetées par la BCE s'élevaient à 2 003 milliards d'euros sur le segment des obligations souveraines et à 159 milliards d'euros sur celui des obligations d'entreprise (avec près de 18 % des achats d'obligations *corporate* réalisés sur le marché primaire)⁴².

Au total, le bilan de la BCE est passé de 2 156 milliards d'euros en mars 2015 à 4 577 milliards au 10 juin 2018 (cf. Chapitre 1).

⁴⁰ 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.

⁴¹ Le Japon a été le premier pays à mettre en place une politique d'assouplissement quantitatif en 2001, suivi par le Royaume-Uni et les États-Unis (2008) et enfin la zone euro (2014).

⁴² Parallèlement à ces achats, se poursuivent les deux programmes d'achats lancés en septembre 2014 portant sur les obligations sécurisées (249 milliards d'euros de *covered bonds* acquis au total en mars 2018) et les titres adossés à des actifs de financement de l'économie (26 milliards d'euros d'*asset-backed securities*).

Tableau 1 : Répartition des achats (en milliards euros, au 15 juin 2018)

Programme	Détention	%
Public sector purchase programme	2 002,53	82%
Covered bond purchase programme	254,38	10%
Corporate sector purchase programme	159,28	7%
Asset-backed securities purchase programme	27,61	1%
Total Programme d'achats	2 443,79	100%

Source : BCE

2.2.2 Un impact limité sur la liquidité des marchés secondaires *corporates*

Initiés pour répondre aux inquiétudes croissantes quant à la possibilité d'une période trop longue de basse inflation, ces programmes, par les achats massifs qu'ils impliquent, sont porteurs d'un risque de liquidité pour les segments visés⁴³. Cette inquiétude concerne notamment le segment *corporate* sur lequel la BCE a été particulièrement active en 2017. Afin d'évaluer cet impact, une analyse a été menée sur le marché obligataire secondaire français.

Des primes de risque en nette diminution depuis le lancement du QE

Depuis l'annonce de l'extension des politiques monétaires non conventionnelles aux obligations d'entreprise, les primes de risque ont nettement reflué, comme le montre l'évolution de l'*asset swap spread*⁴⁴ des titres français éligibles au programme d'achat.

Graphique 35 : Évolution de l'*asset swap spread* des titres français éligibles au programme d'achat (en points de base)



Source : Bloomberg

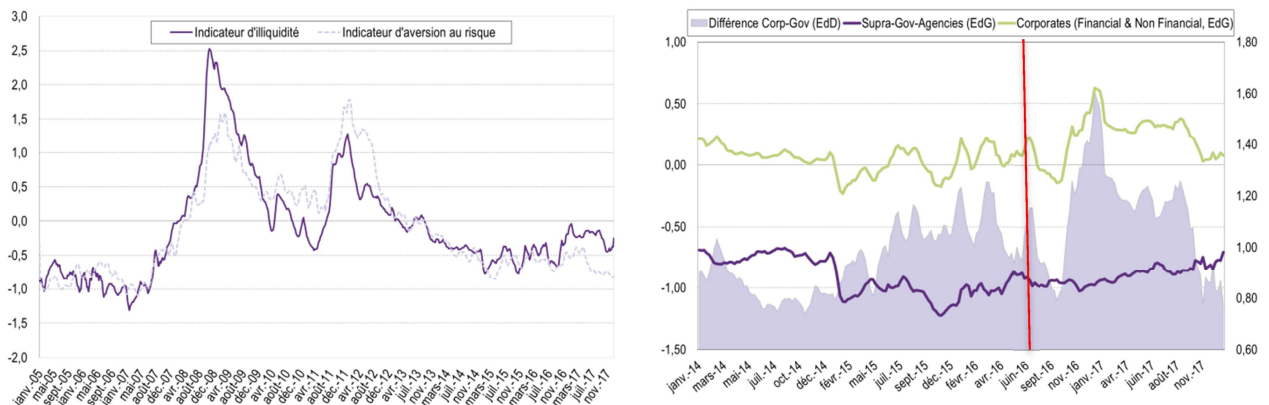
⁴³ Si les titres ne peuvent être revendus, ils sont toutefois disponibles pour être prêtés par les banques centrales de l'Eurosystème, dans les mêmes conditions que les titres issus des autres programmes d'achat, à travers plusieurs canaux (bilatéraux ou reposant sur des agents ou dépositaires centraux de titres).

⁴⁴ L'*asset swap spread* permet de mesurer le risque de crédit d'une obligation et correspond à la différence entre le rendement de cette obligation et le taux Euribor.

**Une liquidité qui
n'est pas impactée
négativement par
le QE**

L'indicateur composite de suivi de la liquidité des marchés obligataires français⁴⁵ affiche une légère dégradation de cette liquidité depuis 2014 en ligne avec les évolutions observées sur les autres marchés européens⁴⁶. Une analyse détaillée montre que cette dégradation s'observe à la fois sur le segment des obligations souveraines et sur celui des sociétés financières et non financières avec, toutefois, une tendance plus marquée sur le second pour l'année 2016. En 2017, la liquidité se rétablit de manière significative de janvier à fin avril. Cette amélioration correspond, de façon paradoxale, à une période marquée par une défiance envers la dette française (souveraine et *corporate*) en amont des élections. Cette défiance s'est en effet traduite par la présence d'importants blocs vendeurs sur le marché qui ont notamment permis d'alléger la pression acheteuse exercée par le programme d'achats européen et donc d'améliorer finalement la liquidité de la dette (publique et privée) française. Depuis le troisième trimestre 2017, une nouvelle amélioration de la liquidité est observée en faveur des sociétés financières et non financières.

Graphique 36 : Évolution de l'indicateur de liquidité des marchés obligataires français



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

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

Source : AMF

Si le niveau de liquidité des marchés obligataires reste satisfaisant et ne semble pas avoir été impacté négativement par le programme d'achat de la BCE, il convient néanmoins de rester vigilant dans un contexte où le risque de retarification demeure élevé et où les effets de l'entrée en vigueur des nouvelles règles MIF2 sur la structure du marché obligataire français restent à appréhender.

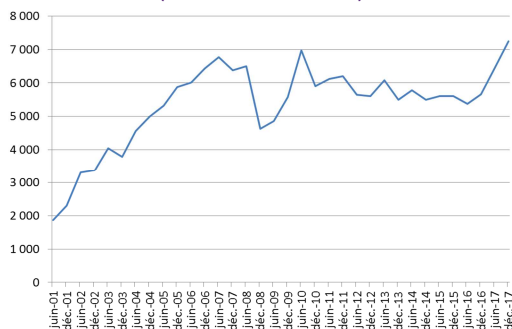
⁴⁵ Voir AMF, 2015, *La liquidité des marchés obligataires français* pour une description de la méthodologie détaillée de construction de l'indicateur.

⁴⁶ Cf. étude de l'EMSA (2016) sur la liquidité des marchés obligataires souverains et *corporate* européens par exemple.

2.2.3 Le marché repo : des tensions qui perdurent mais sans commune mesure avec celles connues en 2016

Le marché européen du repo⁴⁷ a connu un regain significatif d'activité en 2017 avec un encours total passé de 5 600 milliards d'euros fin 2016 à 7 250 milliards d'euros fin 2017.

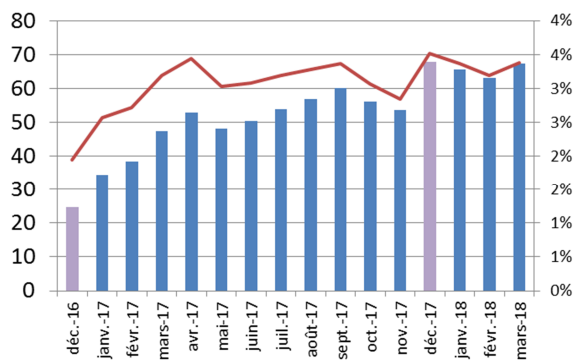
Graphique 37 : Le marché repo en Europe
(en milliards d'euros)



Source : ICMA

Ce marché avait connu en décembre 2016 une volatilité sans précédent⁴⁸. Si les taux prêteurs ont connu une fois de plus une baisse marquée en fin d'année 2017, celle-ci a été sans commune mesure avec celle observée fin décembre 2016 : sur le segment du *general collateral* (GC)⁴⁹, les taux prêteurs sur obligations allemandes s'établissaient en moyenne à -4,18 % le 28 décembre 2017 (contre -0,50/-0,55 % le reste de l'année), ceux des obligations françaises à -3,35 % à cette même date (contre -0,45/-0,50 %). Non seulement ces niveaux n'étaient pas aussi extrêmes que ceux de la fin d'année 2016 (où ces mêmes taux ont pu atteindre -8%), mais le marché était mieux ordonné, avec une meilleure offre⁵⁰.

Graphique 38 : 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

⁴⁷ 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.

⁴⁸ Cf. « Cartographie des risques 2017 » de l'AMF pour une description détaillée.

⁴⁹ 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.

⁵⁰ Source : survey ICMA.

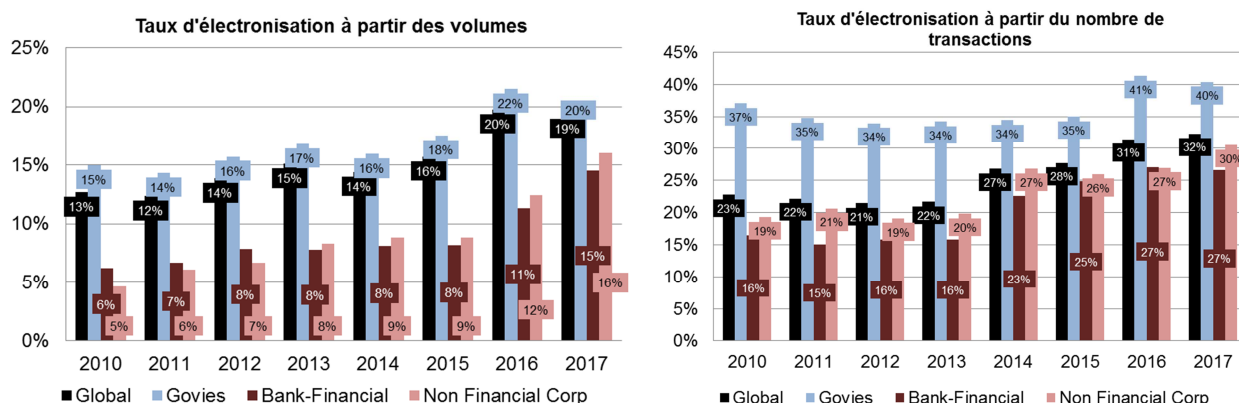
Parmi les raisons de cette amélioration, outre une meilleure anticipation des participants au marché, les mesures mises en place pour faciliter le prêt des titres acquis par les banques centrales nationales apparaissent centrales. Le Conseil des gouverneurs a en effet décidé que les banques centrales de l'Eurosystème auraient la possibilité d'accepter aussi du numéraire en guise de collatéral de leurs prêts de titres dans le cadre du PSPP. Ainsi, en décembre 2017, près de 68 milliards d'euros d'obligations (soit 4 % des montants détenus dans le cadre du PSPP contre 2 % en décembre 2016 où les tensions avaient été très fortes) ont été prêtés par les banques centrales nationales.

2.2.4 Une structure des marchés obligataires en évolution

*Une
électronisation des
marchés
obligataires qui se
stabilise en 2017*

Une analyse des données reçues dans le cadre des *reportings* réglementaires montre que l'électronisation des marchés obligataires semble se stabiliser globalement tout en poursuivant sa hausse sur le *corporate* en 2017. En effet, si l'essentiel des volumes est encore négocié de gré à gré, le taux d'électronisation qui se définit comme la part des transactions effectuées sur une plate-forme d'exécution⁵¹ a augmenté de 7 points entre 2010 et 2017. Cette part s'est notamment fortement accrue en 2016 avec une hausse de 4 points, puis s'est stabilisée en 2017.

Graphiques 39 : Évolution du taux d'électronisation par segment



Source : AMF, reporting des transactions

Sur le segment des obligations souveraines pour lequel la part des volumes négociés en électronique est la plus élevée, le taux s'établit à 20 % en montants échangés en 2017 (40 % en nombre de transactions) soit une augmentation de 4 points en 2016 et une stabilisation en 2017. Sur le segment des obligations d'entreprise, la progression est encore plus marquée : le taux d'électronisation s'élève à 15 % pour les obligations financières et à 16 % pour les obligations non financières en 2017, soit une augmentation respective de 7 points sur les deux dernières années.

La directive MIF2, qui instaure pour la première fois des règles de transparence pré- et post-transaction pour les instruments non actions (Encadré 7), devrait jouer le rôle d'accélérateur du développement des échanges via des plates-formes électroniques alors que l'économie industrielle des plates-formes subit par ailleurs de profonds changements (Encadré 6).

⁵¹ Les volumes traités sur un système comme Bloomberg, qui n'est pas une plate-forme d'exécution au sens de la MIF1, ne peuvent être inclus car ils sont déclarés en tant que volumes OTC.

Encadré 6 : Consolidation et stratégies des plates-formes

■ La consolidation des plates-formes revêt des enjeux transatlantiques

Les opérations de fusion-acquisition d'opérateurs de plates-formes de négociation boursières ont, malgré l'échec de l'opération entre la Bourse de Londres et Deutsche Börse, repris en 2017, notamment avec le rachat de la bourse d'Irlande par Euronext. Ces opérations ont été caractérisées par ailleurs par une dimension transatlantique. En février 2017, le CBOE a procédé au rachat de BATS aux États-Unis, étendant son périmètre à l'Europe, par le biais de la filiale BATS Europe, qui avait elle-même absorbé la plate-forme de négociation sur actions Chi-x en 2012. En 2018, le CME a initié des démarches en vue de l'acquisition, pour 3,9 milliards de livres sterling, du prestataire de services d'intermédiation de négociations sur obligations et dérivés britannique NEX (anciennement ICAP). Plusieurs logiques en partie complémentaires caractérisent les tendances en la matière. D'une part, la poursuite de la tendance de long terme (notamment depuis la constitution d'Euronext en 2000) à la consolidation, le contenu technologique des infrastructures favorisant la réalisation d'économies d'échelle. D'autre part, une spécialisation et recherche de différenciation, là où la part des revenus des opérateurs boursiers liée directement à l'exécution de transactions ne représente plus qu'une part secondaire de leurs sources de revenu. Celle-ci conduit à développer des sources de revenus plus stables, issues de complémentarités en amont (fourniture de données, indices financiers, etc.) et en aval (services de publication et de *reporting*, TCA, etc.) de la chaîne des services d'intermédiation de marché.

■ Les plates-formes de négociation obligataires et de dérivés pourraient constituer des enjeux stratégiques

Les stratégies des intervenants négociant des produits traditionnellement traités de gré à gré (*Fixed Income Commodities and Currencies* ou FICC) auront des effets sur la structure des plates-formes concernées, à l'heure où MIF2 étend l'exigence de négociation sur plates-formes aux obligations et dérivés liquides, et introduit une catégorie de plates-formes à cet effet (Systèmes organisés de négociation ou OTF⁵²). Alors que les revenus des activités FICC des groupes bancaires ont été sous pression ces dernières années, déclinant de 61 % des revenus des 10 plus grandes banques mondiales en 2010 à 46 % en 2015, deux facteurs affectent aujourd'hui leurs stratégies en la matière : d'une part, le contexte (recapitalisations des banques, sortie probable d'un régime de volatilité historiquement basse, etc.), dans des marchés qui restent structurellement fragmentés, favorable à la facilitation et tenue de marché. D'autre part, l'automatisation croissante de la négociation obligataire – qui permet d'optimiser l'apport en capital utile aux stratégies de *market making* en opérant des rotations rapides des positions (analogues à celles du HFT). Si elle permet de rationaliser en partie l'activité FICC des banques (réduire les coûts), cette automatisation exige le développement de capacités spécifiques et expose à la concurrence d'opérateurs pour compte propre non bancaires et autres fonds d'investissement. On pourrait, dans ce contexte, assister à une polarisation entre des structures de marché encore très intermédiées (segmentés entre *wholesale*/*dealer-to-dealer* et *retail*/*dealer-to-client*) et des structures centralisées (*"all-to-all"*) plus proches de celles des carnets d'ordres boursiers des marchés actions.

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 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.

**Une transparence
qui tarde toutefois
à s'imposer**

Toutefois, depuis l'entrée en application de MIF2 le 3 janvier 2018, les mutations attendues sur les marchés obligataires semblent plus longues à observer que sur les marchés actions. En cause, le nombre très faible de titres soumis *in fine* aux obligations de transparence : la liste des titres obligataires liquides publiée au début du mois de mai par l'ESMA ne compte en effet que 227 titres pour l'ensemble de l'Union européenne, dont

⁵² 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 apparier 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*)

11 seulement pour la France (pour un nombre de titres français potentiellement concerné s'élevant à 22 000).

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 :

- un montant exécuté en moyenne quotidienne d'au moins 100 000 euros ;
- au moins 80 % de jours de négociation ;
- un nombre de transactions quotidien moyen d'au moins 15.

Si le relâchement progressif de ce dernier critère (qui passera à 10 en juillet 2018, puis diminuera de façon graduelle jusqu'à 2) devrait entraîner une augmentation significative du nombre d'obligations qualifiées de liquides et bénéficiant de la transparence, les résultats obtenus traduisent la difficulté à disposer de données utiles au calcul des trois critères, et soulignent l'importance de la bonne qualité des données transmises aux régulateurs et au marché.

Encadré 7 : Les régimes de transparence MIF2

Le Règlement n°600/2014 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (« règlement MiFIR ») pose le principe de transparence pré- et post-négociation des instruments financiers soumis à MIF2 (c'est-à-dire les actions et assimilés et les obligations et les produits dérivés).

Ces dispositions sont applicables aux gestionnaires de plates-formes de négociation (c'est-à-dire une entreprise de marché ou une entreprise d'investissement exploitant un SMN ou un OTF), aux internalisateurs systématiques (IS) et, pour les seules obligations en matière de transparence post-négociation, aux PSI négociant en OTC.

Des dérogations sont toutefois prévues par les textes :

	Actions et assimilés (<i>equity</i>)		Actions et assimilés (<i>non-equity</i>)	
	Sur plate-formes	Hors plate-formes	Sur plate-formes	Hors plate-formes
Transparence pré-négociation	OUI sauf exceptions : - Prix de référence - Transactions négociées - Tailles élevées - Systèmes de gestion des ordres (ordres stop, iceberg...)	Seulement pour les IS sur instruments liquides	OUI sauf exceptions : - Tailles élevées - Tailles spécifiques de transaction (SSTI) pour RFQ et à la voix - Systèmes de gestion des ordres - Dérivés soumis à l'obligation de compensation mais pas à la négociation sur plate-forme - Instruments non liquides - Package orders et Exchange for Physical	Seulement pour les IS sur instruments liquides
Transparence post-négociation	OUI , immédiatement, sauf différés en cas de : - tailles élevées et négociation pour compte propre pour l'une des contreparties		OUI , dans les 15 minutes, sauf différés en cas de : - Tailles élevées - Tailles spécifiques de transaction (SSTI) pour le système RFQ ou le trading à la voix et négociation pour compte propre d'une contrepartie - Instruments non liquides - Package transactions (incluant Exchange for Physical)	

■ Régime dérogatoire aux obligations de transparence pré-négociation applicable aux plates-formes

■ Actions et assimilés

Il existe quatre types de dérogations à la transparence pré-négociation pour les actions et assimilés. Celles-ci concernent : (i) les transactions effectuées au prix de référence, (ii) les transactions négociées, (iii) les ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché (*large in scale*), et (iv) les ordres placés dans un système de gestion des ordres (OMF) en attendant la divulgation de type stop ou iceberg.

■ Non actions

Peuvent être exemptés d'obligations de transparence pré-négociation : (i) les ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale du marché (LIS), (ii) les ordres supérieurs à la taille spécifique de transaction (SSTI) pour les systèmes de demandes de prix ou de négociation à la criée, (iii) les ordres placés dans un système de gestion des ordres (OMF) en attendant la divulgation de type stop ou iceberg, (iv) les instruments dérivés soumis à la compensation mais qui ne sont pas assujettis à l'obligation de négociation sur plate-forme, (v) les instruments financiers pour lesquels il n'existe pas de marché liquide, (vi) les instruments *Exchange For Physical* -

EFP3 - et (vii) certains paquets d'ordres.

■ Régime dérogatoire aux obligations de transparence post-négociation applicable aux plates-formes

■ Actions et assimilés

Les autorités compétentes peuvent autoriser les gestionnaires de plates-formes de négociation à publier de façon différée le détail des transactions en fonction du type ou de la taille de celles-ci.

Le principe général d'application de ces différés de publication demeure globalement le même que sous MIF1 : une autorité compétente peut autoriser un différé de publication si la taille de la transaction excède un certain seuil (déterminé en fonction du *turnover moyen* de la valeur), à la condition qu'elle implique une entreprise d'investissement opérant pour compte propre, afin de protéger ses opérations de couverture.

Toutefois, le différé maximum autorisé est plus court que celui permis sous MIF1, puisque la publication devra être effectuée au plus tard le lendemain en fin de journée alors qu'aujourd'hui ; cette publication doit intervenir au plus tard à la fin de la 3^e journée suivant la date de transaction.

Dans tous les cas, rien n'empêche une plate-forme ou un PSI d'appliquer un différé moindre.

■ Non-actions

Pour les instruments autres que les actions et assimilés, MiFIR prévoit la possibilité d'une publication différée, non seulement pour les transactions de taille supérieure à certains seuils (LIS et SSTI), mais également pour celles sur instruments non liquides et les paquets de transactions.

Toutefois, dans ces situations où un différé est possible, les textes laissent le choix à chaque autorité nationale compétente pour la plate-forme de décider entre plusieurs régimes possibles. Ainsi, les différents régimes possibles incluent :

- une publication différée à J+2 ;
- différents régimes combinant la publication agrégée des volumes sur une journée ou sur une semaine (avec le prix moyen et le nombre de transactions correspondant), avant la publication éventuelle des détails de chaque transaction individuelle ;
- pour les instruments autres que la dette souveraine, la publication des détails individuels est obligatoire dans tous les cas. Elle intervient au plus tard 4 semaines après la transaction ou la publication des volumes agrégés sur la semaine, cette publication agrégée ayant lieu le mardi suivant la semaine des transactions ;
- pour les instruments de dette souveraine, différents régimes dispensent de publier les détails individuels, les volumes pouvant n'être publiés que de façon agrégée, jusqu'à 4 semaines après la semaine d'observation comme précédemment.

■ Régime dérogatoire aux obligations de transparence post-négociation applicable hors plates-formes

Pour leurs transactions effectuées de gré à gré, les PSI (y compris les IS) sont soumis à l'obligation de transparence post-négociation. Cette obligation s'applique aux transactions de gré à gré portant sur des instruments admis aux négociations sur plates-formes.

Les dispositions en la matière prévoient le même corpus de différés que celui applicable aux transactions sur plate-forme.

2.3 BENCHMARKS

Alors qu'entre en vigueur le règlement benchmark européen, l'adoption de références alternatives induit des risques de transition

Les manipulations de taux de référence IBOR, notamment LIBOR⁵³, révélées pendant la crise financière ont été sanctionnées juridiquement et pénalement⁵⁴. Ces taux, notamment à échéance courte (jour-le-jour, 1, 2 ou 3 mois) constituant la référence principale de plusieurs centaines de trillions de notionnel de contrats de *swaps*, de prêts bancaires, instruments financiers et fonds d'investissement (Encadré 8), les autorités ont élaboré un nouveau régime applicable aux indices de référence.

⁵³ Les Interbank Offered Rates sont, pour des échéances diverses et généralement courtes, les taux des prêts interbancaires les plus risqués c'est-à-dire des prêts en blanc (unsecured). London Interbank Offered Rate désigne des IBOR du marché monétaire londonien libellés en différentes devises, avant tout le dollar US.

⁵⁴ Au niveau mondial, les banques ont été condamnées à plus de 7,6 milliards d'euros d'amende. Des sanctions pénales ont été prononcées, y compris des peines d'emprisonnement longues.

**L'entrée en
vigueur du
règlement
Benchmark...**

Entré en vigueur le 1^{er} janvier 2018, le règlement Benchmark (BMR) encadre la contribution de prix⁵⁵, la fourniture et l'utilisation d'indices de référence en Europe. Il définit un régime pour les administrateurs d'indices, les contributeurs de données sous-jacentes, les utilisateurs et les superviseurs et définit trois catégories d'indices de référence ("critiques", "significatifs" ou "non significatifs"). Les IBOR sont désignés comme critiques. Dans ce cadre, fournir un nouvel indice de référence – la commercialisation d'instruments ou contrats financiers l'utilisant comme sous-jacent ou référence – requiert, selon la catégorie, un enregistrement ou un agrément de son administrateur auprès de l'autorité compétente nationale⁵⁶, ou de l'ESMA pour les benchmarks ou indices administrés dans des pays tiers à l'Union européenne. L'ESMA est ici désignée pour mettre en œuvre un régime d'équivalence européen, et instituer dans ce cadre des accords de coopération avec les autorités compétentes des pays tiers concernés⁵⁷. La période transitoire de mise en œuvre du BMR expirant fin 2019, le 1^{er} janvier 2020, l'exigence d'agrément des administrateurs sera étendue aux indices de référence créés avant 2018.

La conformité aux nouveaux standards réglementaires exige notamment de renforcer la fiabilité des sous-jacents et du calcul des indices de référence critiques. La qualité des indices - leur capacité à représenter de manière exacte et fiable le marché et la réalité économique sous-jacente - dépend du nombre et de la qualité des contributions utiles à leur calcul⁵⁸, donc de la liquidité du marché sous-jacent. Or force est de constater un déclin notable de l'activité des marchés de financement non sécurisés interbancaires sous-jacents, d'où l'utilité de réformer la méthode de calcul.

**...induit des
initiatives pour
adopter des RFR
alternatifs**

Plusieurs juridictions réforment ainsi les méthodes de calcul des IBOR pour adopter des RFR (*Near Risk Free Reference Rates*⁵⁹) alternatifs :

- Aux États-Unis la publication par la New York Fed du SOFR (*Secured Overnight Funding Rate*), indice de référence basé sur des opérations de repo compensées en dollars, est effective depuis le 10 avril 2018. D'autres pays, dont le Japon et l'Australie, ont aussi des projets en cours.
- Mettant fin aux obligations de contribution au Panel LIBOR dès fin 2021, la *Financial Conduct Authority* (FCA) britannique a introduit le 23 avril 2018 une nouvelle version de SONIA (*Sterling OverNight Index Average*)⁶⁰ basée sur des taux affichés par les courtiers, et désormais aussi des taux d'intérêt des transactions bilatérales non sécurisées (dépôts effectifs). Publié par la Banque d'Angleterre, SONIA est désigné formellement comme RFR alternatif au LIBOR.
- Fin 2017, le SARON (*Swiss Average Rate OverNight*), lancé en 2009 par la Banque Nationale Suisse (SNB) en coopération avec la bourse suisse SIX et référencé sur les taux du marché de *swaps overnight* compensés sur LCH et Eurex a été désigné pour remplacer le taux de référence interbancaire CHF Libor et le TOIS Fixing (TOM-next Index Swap).

⁵⁵ En vertu du Considérant 12 de BMR "Tous les contributeurs de données sous-jacentes pour les indices de référence peuvent exercer une appréciation discrétionnaire (...). Le présent règlement fait donc peser certaines obligations sur les contributeurs surveillés. Lorsqu'un indice de référence est déterminé sur la base de données facilement accessibles, la source de ces données ne devrait pas être considérée comme un contributeur".

⁵⁶ La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 "Sapin 2" désigne l'AMF comme autorité compétente en France.

⁵⁷ Alternativement, des administrateurs agréés dans l'UE peuvent donner leur aval à des indices de pays tiers.

⁵⁸ La raréfaction des contributions des banques formant la base de calcul des taux de référence Les travaux d'identification d'indices de référence alternatifs privilégient notamment la contribution de prix de transactions effectives sur celle de prix affichés, indicatifs d'intérêts transactionnels.

⁵⁹ Sur les (*near*) *risk free reference rates* cf. BRI (2013); "Towards better reference rate practices: a central bank perspective"; Rapport d'un groupe de travail de l'Economic Consultative Committee (ECC) de la BRI.

⁶⁰ Voir communiqué de presse de la Banque d'Angleterre "SONIA reform implemented" du 23 avril 2018.

En zone euro, la BCE, la *Financial Services and Markets Authority* belge (FSMA), l'ESMA et la Commission européenne ont contribué à lancer, en février, un groupe de travail de l'industrie -coordonné par la BCE, et où elles siègent comme observateurs- visant à identifier et adopter des RFR en euro alternatifs aux EONIA (taux au jour le jour monétaire non sécurisé) et EURIBOR⁶¹. À ce stade, une publication en 2019 de RFR alternatifs fondée sur les transactions bilatérales –donc pas seulement interbancaires– des 52 entreprises de crédit soumises aux obligations déclaratives de MMSR⁶² est envisagée. Les instruments de référence seraient donc les dépôts bancaires, c'est-à-dire des opérations standardisées constituant un moyen de transaction fréquent, ne résultant pas de procédures de cotation compétitive des banques, et de nature à limiter les facteurs idiosyncratiques susceptibles d'induire une volatilité excessive de l'indice.

**Un risque de
discontinuité dans
un horizon court**

Un risque de discontinuité est identifié⁶³ pour des montants significatifs (Encadré 8). D'une part, la validité juridique des instruments financiers et contrats existants, référencés sur ces RFR⁶⁴, pourrait être remise en cause par les changements de méthodologie. D'autre part, des changements de référence pourraient induire des réallocations de portefeuille significatives. Aux difficultés d'élaboration de méthodes alternatives conformes au règlement Benchmark s'ajoute donc la contrainte de minimiser les effets éventuels de telles discontinuités. Idéalement, des RFR alternatifs fiables seraient proposés, et spontanément adoptés par les utilisateurs durant une période de transition qui permettrait l'extinction naturelle de l'utilisation des anciennes références. En zone euro, l'horizon de fin 2019 pour effectuer la transition vers des RFR alternatifs devient donc court.

L'enjeu du calendrier est également lié à la possibilité d'une concurrence entre places financières. L'émission de produits référencés à SONIA, par exemple de FRN émis par la Banque européenne d'investissement dès mars 2010⁶⁵, atteste d'une utilisation d'indices alternatifs avant même l'adoption de réformes en révisant la méthode. La nouvelle mouture de l'indice est aujourd'hui promue : ICE a lancé des contrats *futures* de maturité à 3 mois sur SONIA le 1^{er} juin 2018. Le groupe de travail qui a réformé et désigné SONIA comme indice de référence examine actuellement l'intérêt des investisseurs institutionnels (fonds de pensions, assureurs, etc.), y compris pour des indices de même maturité que les LIBOR 1, 3 et 6 mois.

⁶¹ EONIA et EURIBOR sont administrés par l'EMMI (European Money Markets Institute) une association à but non lucratif internationale de droit belge créée lors du lancement de l'euro (1999). Ses membres sont les associations bancaires nationales des États membres de l'UE.

⁶² Règlement 1333/2014 de la BCE du 26 nov. 2014 sur les statistiques des marchés monétaires (Money Market Statistical Reporting).

⁶³ Les nouveaux taux de référence ne sont pas parfaitement identiques aux anciens. Par exemple, un contrat payant 3M USD LIBOR +100pb n'est pas équivalent à un contrat sur SONIA de mêmes termes : selon Oliver Wyman (2018), la différence entre LIBOR et SONIA 3M est d'environ 30pb, et cet écart varie (sur 10 ans, son maximum étant de 398pb, son minimum négatif, quand la courbe des taux s'inverse).

⁶⁴ Par exemple, selon le rapport du cabinet Oliver Wyman "Libor transition-Changing the world's most important number" de février 2018 : "*shifting from LIBOR to the proposed alternative reference rates will (...) require (...) to arrive at an economically equivalent contract. New contracts and products, using the new reference rates, will not be economically identical to the old ones based on LIBOR*".

⁶⁵ Voir communiqué de presse du 12 mars 2010 de l'EIB et article afférent de Financial Times Alphaville du 15 mars 2010 "Innovating on GBP liquidity requirements".

Encadré 8 : Estimations des montants des contrats et instruments référencés sur les IBOR européens

Des indications des montants des contrats et instruments référencés sur les indices IBOR sont fournies par l'industrie et les autorités compétentes.

LIBOR

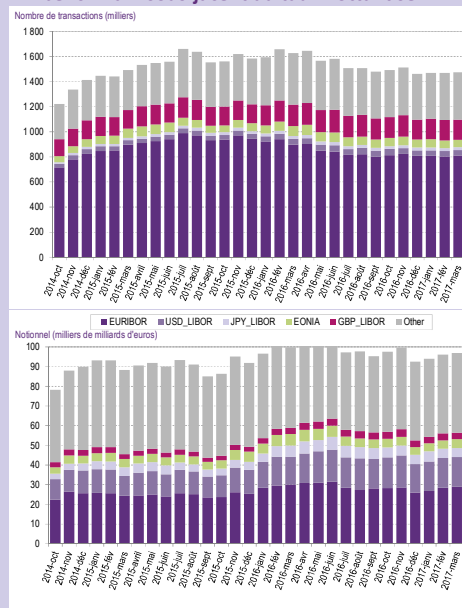
Un exercice d'Oliver Wyman⁶⁶ évalue le montant notionnel global des contrats et instruments référencés au LIBOR (dépôts, prêts syndiqués et commerciaux, obligations indexées, titrisations, dérivés négociés de gré-à-gré et en bourse, etc.) à plus de 240 trillions de dollars, dont environ 180 sur le LIBOR en US dollar (surtout à 1 et 3 mois). Il estime par ailleurs que plus de 15 millions de particuliers sont exposés à des produits référencés sur le LIBOR. Environ 70 % de ces contrats sont estimés expirer sous 5 ans.

EONIA/EURIBOR

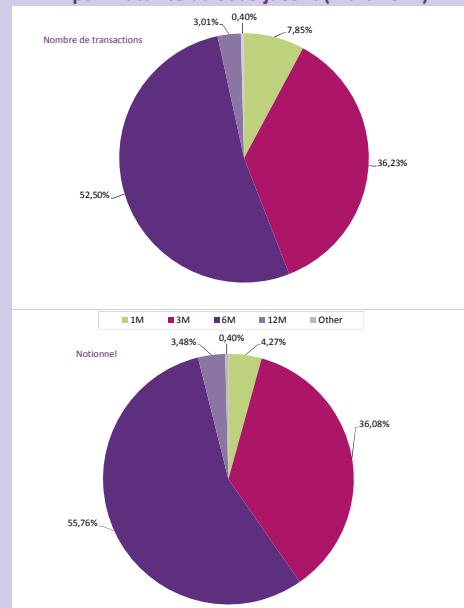
En zone euro, des évaluations des montants référencés à EONIA et EURIBOR sont également proposées :

- Les données collectées dans le cadre d'EMIR⁶⁷ révèlent que le montant notionnel des contrats de dérivés sur taux d'intérêt s'élève à près de 100trn d'euros, 25 % de ces encours étant référencés à l'EURIBOR, 10,8 % au LIBOR USD, 3,9 % au LIBOR JPY, 2,9 % au LIBOR GBP, 1,5% sur l'EONIA. La vaste majorité des montants des contrats sur EURIBOR correspond à des maturités de 6 mois (56 % des montants notionnels) et 3 mois (36 %).

Graphique 40 : Dérivés de taux – par type de benchmark sous-jacent du taux flottant servi



Graphique 41 : Dérivés de taux référencés à l'Euribor – par maturité du sous-jacent (mars 2017)



Source : Ascolese et al. (2017) basé sur données confidentielles DDRL EMIR, calculs BCE

- Par ailleurs, Neuhaus (2018)⁶⁸ établit que :
 - La collecte de données sur le marché monétaire (MMSR) montre que :
 - 10,9 trn d'euros de notionnel de swaps de taux au jour-le-jour (OIS) sont indexés sur EONIA, dont 73 % sont relatifs à des contrats expirant avant fin 2019 ;
 - 56,1 mds d'euros de dépôts à vue non sécurisés sont liés à EONIA (33 % du total des dépôts à vue), auxquels s'ajoutent 89 milliards d'autres dépôts non sécurisés (soit 14 % du total des autres dépôts et titres de court terme) ; ces contrats expirent sous un an, donc avant fin 2019 ;
 - 400 mds (sur 1,9 trn) de prêts sécurisés sont référencés à EONIA ; ces contrats expirent sous un an, donc avant fin 2019.

⁶⁶ Oliver Wyman (Feb 2018); "Changing the World's most important Number - Libor Transition".
⁶⁷ Ascolese, Cerniauskas, Molino, Pérez-Duarte, Skrzypczynski (Dec 2017), "Euro-area derivatives markets: structure, dynamics and challenges".
⁶⁸ Neuhaus (20 April 2018) "Update on quantitative mapping exercise; Working Group on Euro Risk-Free Rates", BCE.

- Il est difficile d'identifier les crédits aux ménages et entreprises non financières liés à EURIBOR au sein du total de 9,7 trn d'euros. Cependant, 30 % de cet encours expireront après 2019, et les flux de février 2017 à février 2018 indiquent une part de crédits à taux variable de 22% pour les nouveaux crédits aux ménages (57 % de l'encours total) et de 82 % pour ceux aux entreprises (43 %). Référence est faite en général à l'EURIBOR 3 mois et 6 mois.
- Des sources de marché (Dealogic, AFME) permettent enfin d'établir que 565 mds d'euros (86 % des 657 mds d'obligations à taux variable) sont indexés sur EURIBOR, dont 45 % expiront avant fin 2019.

	Encours		Taux de référence le plus fréquent
	Actuel	1 ^{er} Janv 2020	
Marché monétaire – opérations non sécurisées	EUR 89 bn	-	EONIA
Marché monétaire – opérations sécurisées	EUR 0,4 trn	-	EONIA
Marché monétaire - OIS	EUR 10,9 trn	EUR 2,9 trn	EONIA
Prêts syndiqués	EUR 9,7 trn	EUR 2,9 trn	EURIBOR
Euribor	EUR 1,2 trn	EUR 0,8 trn	EURIBOR
Titres de dettes	EUR 657 bn	EUR 361 bn	EURIBOR
Souverains & supranationaux	EUR 249 bn	EUR 162 bn	EURIBOR
Émis par les institutions financières	EUR 260 bn	EUR 138 bn	EURIBOR
Corporate (sociétés non financières)	EUR 148 bn	EUR 64 bn	EURIBOR

Note: Les encours désignent des instruments financiers basés sur les taux de référence à l'exception des prêts syndiqués qui incluent à la fois les prêts à taux fixe et à taux variable.

Source : Neuhaus (2018).

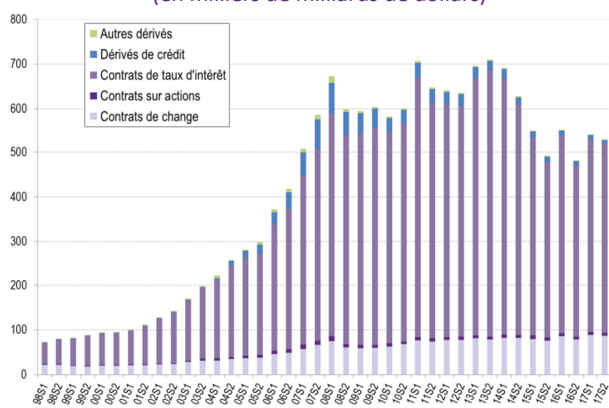
2.4 MARCHÉS DÉRIVÉS

2.4.1 Une diminution des risques liés aux activités sur dérivés

Des montants notionnels stables en 2017

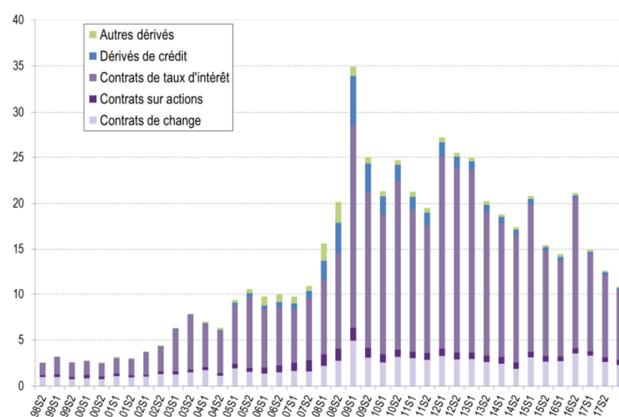
Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), les montants notionnels⁶⁹ bruts totaux des dérivés négociés de gré à gré fluctuaient entre 480 000 milliards de dollars et 550 000 milliards de dollars depuis 2015. Les montants pour 2017 s'inscrivent dans cette fourchette à 532 000 milliards de dollars en décembre 2017 (Graphique 42).

Graphique 42 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 43 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

⁶⁹ Le montant notionnel d'un dérivé correspond à la valeur de l'actif sous-jacent sur lequel porte le contrat dérivé.

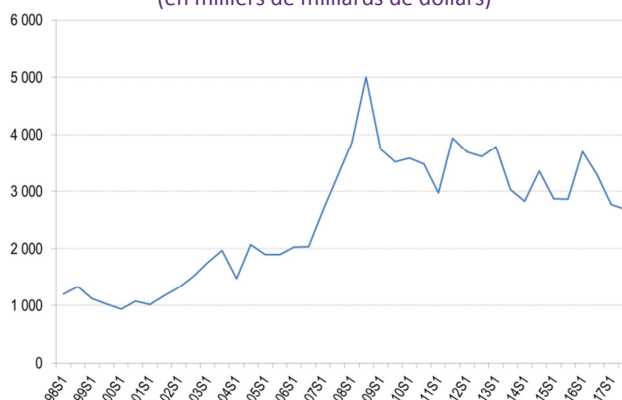
**Mais des valeurs
brutes de marché
au plus bas depuis
2007**

Les valeurs de marché brutes des contrats dérivés⁷⁰ ont continué à diminuer en 2017 pour atteindre un plus bas depuis 2007 à 11 000 milliards de dollars, soit une contraction de 48 % par rapport à fin 2016 (Graphique 43). Cette contraction est essentiellement tirée par les dérivés de taux qui représentent 80 % du marché des dérivés et s'expliquerait par la réduction des écarts de taux entre la date de conclusion des contrats et leur date de déclaration.

**Et le risque mesuré
par les expositions
brutes de crédit
connait une baisse
de 19 % en 2017**

Les expositions brutes de crédit (*gross credit exposure*⁷¹), qui corrigent les valeurs brutes de marché des expositions croisées entre institutions financières, permettent de prendre la mesure agrégée de l'exposition au risque de contrepartie avant prise en compte de leur collatéralisation engendrée par les positions prises sur des dérivés. Elles ont diminué de 19 % en un an, passant de 3 300 milliards de dollars en décembre 2016 à 2 700 milliards en décembre 2017 (Graphique 44). Cette évolution s'est essentiellement opérée sur le premier semestre 2017.

Graphique 44 : Expositions brutes de crédit
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

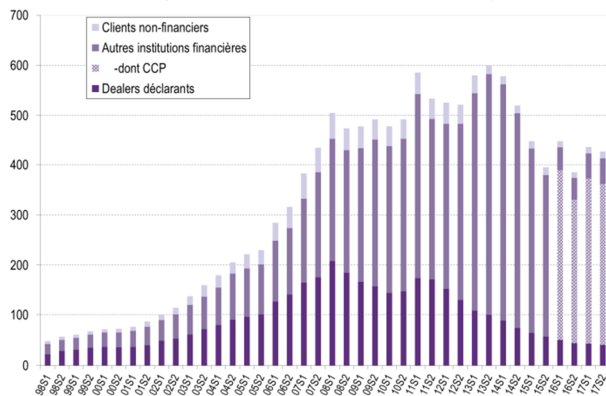
Au final, en 2017, la relative stabilité des montants notionnels bruts s'est accompagnée d'une baisse significative des valeurs brutes de marché ainsi que des expositions brutes de marché, confortant ainsi une diminution des risques liés aux activités sur dérivés des institutions financières.

Cette diminution des risques a par ailleurs fortement bénéficié du recours croissant à la compensation sous l'impulsion des nouvelles obligations réglementaires (du règlement EMIR sur les dérivés en Europe). Ainsi les dérivés de taux affichent 320 000 milliards de dollars compensés, soit 75% des encours de cette classe (Graphique 45). Sur le segment des *credit default swaps* (CDS), qui est de taille beaucoup plus modeste que celui des dérivés de crédits, la part des encours compensés est passée de 43 % fin 2016, à 55 % fin 2017, pour atteindre les 5 100 milliards de dollars (Graphique 46).

⁷⁰ C'est-à-dire les valeurs de marché des contrats de dérivés pour chaque entité déclarante (qui correspond à une approximation de la valeur liquidative agrégée des contrats dérivés).

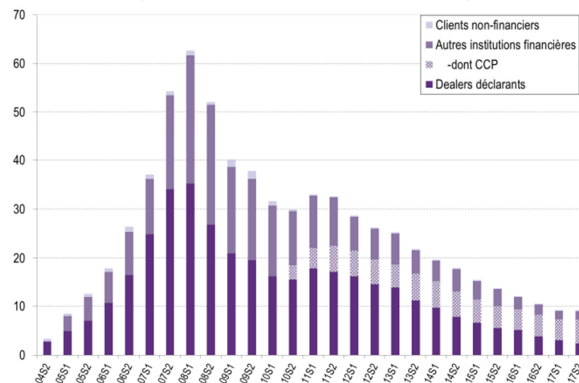
⁷¹ L'emploi du qualificatif *gross* ou *brut* renvoie au fait que le caractère collatéralisé ou non de l'exposition n'est pas pris en compte.

Graphique 45 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 46 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de crédit par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Ce recours croissant à la compensation pose la question de la résilience des CCP. À cet effet, le règlement européen a prévu la mise en œuvre d'exercices réguliers de *stress tests* par l'ESMA. Le premier, réalisé en 2016, avait démontré la résistance des CCP européennes au défaut simultané des deux plus gros membres compensateurs européens y compris dans des conditions de marchés difficiles. Début février 2018, l'ESMA a publié les résultats de son deuxième exercice de stress test. Outre la résistance des CCP européennes au défaut simultané de plusieurs membres compensateurs, les scénarios proposés ont également considéré leur résistance au risque de liquidité. Les résultats ont montré que les ressources des 16 CCP testées⁷², de l'ordre de 270 milliards d'euros, étaient suffisantes pour couvrir le défaut de plusieurs membres compensateurs européens et ce y compris dans des conditions de marchés difficiles. De plus, l'exercice n'a révélé aucun risque systémique pour les stress tests de liquidité, aucune déficience particulière n'ayant été constatée dans la gestion des risques de liquidité par les CCP. L'ESMA estime donc que ces résultats confirment la robustesse des CCP européennes.

2.4.2 Des marges initiales en hausse de 22 % avec l'entrée en vigueur des exigences applicables aux dérivés non compensés

Les exigences de marges pour les contrats non compensés sont entrées en vigueur en Europe au cours de l'année 2017 :

- les marges de variation, depuis mars 2017, pour l'ensemble des contreparties concernées⁷³ ;
- les marges initiales, de manière séquentielle, 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).

Dans le cadre de son *Margin survey*, l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* estime que le montant total des marges collectées par les 20 plus gros acteurs de

⁷² Qui totalisent 900 membres compensateurs en Europe.

⁷³ Ces exigences s'appliquent aux entités financières intervenant sur des produits dérivés comme aux entreprises non financières dès que ces dernières détiennent des positions sur les produits dérivés supérieures au seuil de compensation obligatoire

marchés⁷⁴, pour leurs transactions sur dérivés non compensés, s'élève à 1 020 milliards de dollars à fin 2017.

Les marges initiales reçues ont notamment crû significativement et s'élevaient à 130,6 milliards de dollars à fin 2017, en hausse de 22% comparativement au T1 2017 qui marque le début de l'entrée en vigueur effective de l'obligation⁷⁵. Ainsi les montants reçus dans le cadre de cette obligation ont connu une progression de 66 % sur cette période. Les marges initiales versées suivent la même tendance avec une augmentation de 29 %.

Les marges de variation ont pour leur part une évolution moins marquée et asymétrique : les marges de variation reçues ont augmenté de 3% entre le T1 2014 et le T4 2017 à 893,7 milliards de dollars quand les marges versées ont diminué de 3 % à 631,7 milliards sur la même période.

Les marges (initiales ou variables) sont essentiellement constituées de cash (76 %) et de titres souverains (20 %).

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

Type de marge	Origine du versement	Sens	T1 2017	T4 2017
Marges initiales	Obligation réglementaire	versées	47,2	75,2
		reçues	46,6	73,7
	Versement discrétionnaire	versées	16,3	6,4
		reçues	60,5	56,9
Total marges initiales		versées	63,5	81,6
		reçues	107,1	130,6
Total marges de variation		versées	685,0	631,7
		reçues	870,4	893,7
Total		versées	748,5	713,3
		reçues	977,5	1 024,3

Source : ISDA

L'entrée en vigueur de ces exigences pour les expositions plus petites devrait générer une poursuite de cette tendance et permettre, à terme, de concourir à la réduction du risque systémique.

2.4.3 Des progrès dans l'exploitation des données et une revue d'EMIR en passe d'être finalisée

Entré en vigueur en août 2012, le règlement EMIR fait partie de la réponse réglementaire européenne à la crise financière. Il instaure notamment la compensation centrale des contrats de dérivés négociés de gré à gré normalisés ainsi que des exigences de marge et d'atténuation des risques opérationnels pour les contrats dérivés de gré à gré qui ne sont pas compensés centralement.

Le règlement institue également une collecte de données granulaires⁷⁶ et a créé pour les fins de cette collecte une nouvelle catégorie d'infrastructures de marché, les référentiels

⁷⁴ Ces entités sont soumises aux exigences des marges de variation depuis le 1^{er} septembre 2016 et aux exigences des marges initiales depuis le 1^{er} mars 2017 aux États-Unis, au Canada et au Japon et aux exigences de marges variables et initiales depuis le 1^{er} février 2017 en Europe.

⁷⁵ On notera que sur les 6 premiers mois qui ont suivi leur entrée en vigueur une certaine tolérance a été acceptée dans la mise en œuvre effective des marges initiales par les entités concernées aux États-Unis et en Europe.

⁷⁶ L'Article 9 du Règlement 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux distingue quatre types de

centraux (*Trade Repositories* ou TR). Les dispositions adoptées ont requis des ajustements importants, notamment pour assurer la standardisation de champs déclaratifs (en particulier d'identifiants des transactions, produits, contreparties, et relatifs à la valorisation des contrats), la comparabilité au sein et à travers les TR, développer des contrôles de la qualité des données (procédures de validation) et développer un point d'entrée unique aux données de transactions d'EMIR⁷⁷ (projet TRACE de reporting XML) ainsi que des infrastructures de traitement *big data*. Les progrès sur la collecte ont ainsi permis de tirer les premiers enseignements sur le marché européen des dérivés (cf. 2.3.4.).

Le règlement a par ailleurs fait l'objet d'un examen approfondi entre 2015 et 2016 dans le cadre du programme pour une réglementation affûtée et performante (REFIT) visant à rendre la législation de l'Union européenne plus simple et moins coûteuse.

Ainsi, le 4 mai 2017, la Commission européenne a publié un projet de règlement (EMIR REFIT) visant à amender le règlement EMIR. Ce projet ne comporte que des amendements d'ordre technique dont l'objectif est de renforcer la proportionnalité et pallier certaines insuffisances du règlement⁷⁸. Le texte est actuellement en discussion dans le cadre d'un trilogue entre la Commission, le Parlement et le Conseil et devrait être finalisé prochainement.

En parallèle à ce projet, la Commission européenne a également publié le 13 juin 2017 un projet de modification du règlement EMIR pour ses dispositions concernant la gouvernance de la supervision des chambres de compensation (CCP) ainsi que le traitement des CCP de pays tiers⁷⁹. Le texte a été adopté par la Commission des affaires économiques du Parlement le 16 mai 2018. Toutefois, si les dispositions relatives au traitement des pays tiers font consensus et permettraient un rapatriement des activités de compensation de dérivés libellées en euros après le *Brexit*, celles relatives au renforcement du rôle de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) font encore largement débat.

2.4.4 Premiers enseignements de l'analyse des données d'EMIR

On distingue ici schématiquement trois types de travaux :

- Des travaux de dimensionnement des marchés de dérivés, notamment à l'initiative du Conseil européen du risque systémique (CERS ou ESRB⁸⁰), base de futurs suivis des risques (*monitoring*) :
 - Ascolese et al. (2017)⁸¹ proposent un dimensionnement global des marchés européens à fin mars 2017 et, pour certains segments de marché, une description de la structure des réseaux de contreparties :

déclarations : sur gré-à-gré non compensé et du nombre d'OTC non confirmés ; rapprochement des OTC non compensés ; reporting aux TR de tous les OTC et reporting au TR de tous les dérivés listés.

⁷⁷ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1144_annex_3.3_-_sla_trade_repositories_trace_project.pdf

⁷⁸ Cf. « Cartographie des risques 2017 » de l'AMF pour une description détaillée.

⁷⁹ Cf. « Cartographie des risques 2017 » de l'AMF pour une description détaillée.

⁸⁰ Pour prolonger ses travaux en la matière, l'ESRB a institué un programme de recherche BRIDGE sur les données d'EMIR <https://www.esrb.europa.eu/pub/bridge/html/index.en.html>.

⁸¹ Ascolese, Cerniauskas, Molino, Pérez-Duarte, Skrzypczynski (2017), "Euro-area derivatives markets: structure, dynamics and challenges", BIS IFC-National Bank of Belgium Workshop on "Data needs and Statistics compilation for macroprudential analysis" Brussels, Belgium, 18-19 May 2017.

- Les dérivés de taux d'intérêt incluent les swaps (86 %), les options (5 %) et les FRA (4 %), des contrats basés avant tout sur les indices EURIBOR (25 %), USD LIBOR (11 %) et JPY LIBOR (4%). À plus de 100 000 milliards d'euros de notionnel (en légère baisse depuis 2016), ils représentent 25% de l'agrégat global mesuré par la BRI. Sur la période d'observation (d'octobre 2014 à février 2017), leurs taux de compensation élevés sont en hausse pour atteindre environ 45 % du nombre de transactions, 60 % des encours notionnels. L'examen du réseau de contreparties des contrats de *swaps* sur EURIBOR 6M confirme le rôle central des CCP mais montre aussi la forte intermédiation ("délégation de compensation") par les 16 principales banques (G16 dealers⁸²) au sein d'un réseau clairsemé de nombreux petits participants.
- Les dérivés de crédit se composent en premier lieu de swaps (95%) sur émetteurs souverains (40 %), non financiers (30 %), bancaires (10 %), avec une importance croissante des produits indiciaires (20 % des transactions, 60 % des notionnels). La taille du marché (notionnel) est de 7 000 milliards d'euros. Faible, le taux de compensation (20 % des transactions, 40 % des montants notionnels) est en hausse à la fois pour les contrats indiciaires (qui font l'objet d'obligations de compensation) et dérivés portant sur un émetteur individuel (*single name*), d'où une légère baisse de la taille du marché. La hausse de la densité et de la force du réseau traduit celle de l'importance des contreparties centrales, mais les banques du G16 restent le noyau de ce réseau de densité élevée (chaque nœud du réseau négocie avec beaucoup d'autres nœuds).
- Contrats de change : les principaux produits sont ici les contrats *forward* (80 %) et les options (15 %), les principales paires de devises étant l'EUR/USD (37 %) et l'USD/JPY (10 %). En expansion, le notionnel du marché est de 20 milliards de milliards d'euros, soit environ 25 % de l'agrégat global de la BRI. Le montant notionnel moyen des contrats est moins élevé que pour les dérivés de taux d'intérêt, sur ce marché plus dynamique où des contrats à court terme couvrent les risques de change spécifiques. En l'absence d'obligation de compensation, les banques du G16 et autres institutions financières jouent un rôle croissant au cœur d'un réseau moins dense et plus diversifié auquel participent plus les contreparties non financières.
- L'ESMA (2017)⁸³ établit des résultats congruents et considère aussi les dérivés de marchandises (*commodities*) et d'actions. Les montants notionnels plus faibles sur ces segments de marché reflètent des usages et des risques différents, distincts de ceux des dérivés de taux. D'autre part, la structure de marché est, pour ces produits, caractérisée, pour les contrats sur actions et sur marchandises, par la prévalence des négociations sur les marchés organisés.

Ces travaux seront de nature à former la base d'un développement de suivis systématiques par les autorités compétentes des marchés couverts par les obligations déclaratives.

- Des analyses de l'efficacité, de la résilience et des risques que présentent les marchés de dérivés pour la stabilité financière :
 - Une attention particulière est portée au recours à la compensation centrale, notamment là où EMIR stipule des exigences en la matière. En particulier :

⁸² G16 désigne le groupe des principaux intermédiaires mondiaux sur produits dérivés : Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS, et Wells Fargo.

⁸³ Voir "EU derivatives markets – a first overview" in ESMA (2017) Report on Trends, Risks and Vulnerabilities n°2.

- Constatant la possibilité théorique d'accroître significativement le taux de compensation des CDS souverains allemands, italiens, et français, Bellia et al. (2017)⁸⁴ étudient les incitations en la matière. L'étude montre généralement l'importance de la prise en compte du risque de crédit mais aussi les différences entre les 3 juridictions considérées selon les arbitrages entre coûts en capital et des marges, et la volonté de minimiser les expositions globales aux chambres de compensation ;
 - Sur le marché des dérivés de taux d'intérêt, Fiedor et al. (2017)⁸⁵ soulignent l'intérêt, au-delà des transactions des membres des CCP, de considérer celles de leurs clients pour évaluer les interconnexions de marché. Ces derniers recourent en effet beaucoup moins à la compensation, leurs pratiques en la matière étant plus diverses (géographiquement et selon les secteurs) et plus variables dans le temps.
 - Abad et al. (2016) évaluent les transferts de risques sur les marchés de CDS et de dérivés de taux d'intérêt. Les structures des réseaux sont très concentrées, et intermédiées par un nombre limité de *dealers* (dont les positions brutes sont élevées mais faibles en net). Sur les marchés de CDS, les "autres institutions financières" (incluant des *hedge funds* et fonds mutuels), sociétés non-financières, assurances et fonds de pension sont généralement acquéreurs nets de protection. Sur les marchés de dérivés de taux d'intérêt, les banques empruntent plutôt à court et prêtent à long terme, à l'inverse des assureurs et fonds de pension. Les portefeuilles de dérivés des banques ont donc une sensibilité positive aux hausses de taux d'intérêt à l'inverse de celle des assureurs et fonds de pension.
 - D'Errico et Roukny (2017)⁸⁶ montrent par ailleurs la possibilité théorique de réduire significativement les encours notionnels de CDS par compression des contrats, mais notent que l'"intermédiation" de ces marchés par des *dealers* réduit probablement les incitations en la matière.
- Des analyses utiles à la supervision individuelle des intermédiaires de marché

Parmi les travaux, très divers, sous revue :

- L'AMF propose une revue de la mise en œuvre des dispositions d'EMIR par les gestionnaires de fonds d'investissement AMF (2015)⁸⁷.
- La Banque centrale d'Irlande (Kenny et al. (2016)⁸⁸) montre l'importance des SPV dans le marché irlandais des CDS et la forte interconnexion et concentration de leurs expositions. Vendeurs nets de protection, ils ont des expositions bilatérales significatives vis-à-vis d'institutions financières non-domestiques qui justifieraient de développer un suivi des risques.
- La BCE⁸⁹ examine les expositions des 11 principales firmes de *trading* sur marchandises (783 milliards d'euros d'encours) soit plus de 25% des marchés de

⁸⁴ Bellia, Panzica, Pelizzon, Peltonen (2017); "The demand for central clearing: to clear or not to clear, that is the question"; ESRB Working Paper 62.

⁸⁵ Fiedor, Lapschies, Országhová (2017); "Networks of counterparties in the centrally cleared interest rate derivatives market"; ESRB Working Paper 54.

⁸⁶ D'Errico, Roukny (2017); "Compressing OTC markets"; ESRB Working Paper 44-May.

⁸⁷ AMF (2015), "Study of Implementation by Asset Management Companies of EMIR Regulation on Derivatives"; Mar.

⁸⁸ Kenny, Killeen, Moloney (2015); "Network analysis using EMIR CDS data: Micro-level evidence from Irish domiciled special purpose vehicles (SPVs)"; Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin, Q3.

⁸⁹ Banque centrale européenne (2017), "Can commodity trading firms create systemic risk via derivatives markets?"; Revue de stabilité financière; Encadré 7; Nov.

dérivés de marchandises de la zone euro. 95 % des transactions ne sont pas compensées. Les expositions notionnelles de 9 groupes représentent 40 % de leurs actifs, celles des 2 plus petits plus de 10 fois leurs actifs globaux.

- De multiples travaux sont conduits sur l'usage des dérivés par les banques. Aldasoro, Barth (2017)⁹⁰ examinent leur gestion du risque de crédit et n'identifient pas d'usage des CDS visant à échapper aux exigences réglementaires en capital. Les banques tendent à couvrir leurs expositions aux emprunteurs risqués et à vendre moins de CDS aux entreprises nationales. Les originateurs (*lead arrangers*) tendent à acheter plus de protection, ce qui exacerbe l'effet des asymétries d'information. Examinant la gestion du risque de taux d'intérêt de 104 grandes banques de zone euro, Hoffmann et al. (2017)⁹¹ montrent la faiblesse agrégée mais aussi l'hétérogénéité (en coupe instantanée) des expositions. La nature fixe ou variable des taux auxquels elles offrent du crédit est déterminante à cet égard. Les banques réduisent leurs expositions au risque de 25 % en moyenne. Les variations des taux d'intérêt ont des effets redistributifs entre les banques.

⁹⁰ Aldasoro, Barth (2017); "Syndicated loans and CDS positioning"; ESRB Working Paper.

⁹¹ Hoffmann et al. (2017); "Who bears interest rate risk?"; unpubl.

CHAPITRE 3 : LA GESTION D'ACTIFS

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

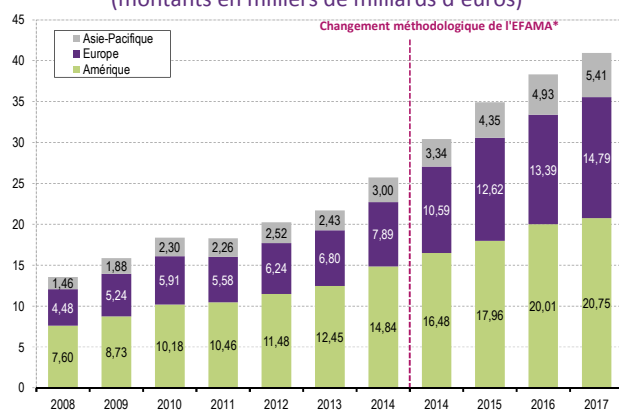
3.1.1 Une croissance moindre des encours, malgré une collecte record en 2017

Au niveau mondial, les encours de la gestion collective (y compris fonds monétaires mais hors fonds de fonds) ont crû de 7 % en 2017, contre 10 % en 2016 et 15 % en 2015. La diminution de la croissance observée l'année dernière semble donc se poursuivre. Elle apparaît principalement expliquée par les États-Unis dont la croissance des encours est passée de 9,8 % en 2016 à 3,2 % en 2017. Au total, l'industrie représente 41 102 milliards d'euros d'actifs sous gestion, dont 18 467 pour les seuls États-Unis et 12 070 pour la zone euro.

Après un affaissement marqué en 2016, la collecte nette mondiale de la gestion collective a fortement rebondi en 2017, pour atteindre un montant record de 2 517 milliards d'euros, soit 6,7 % des encours (en incluant les fonds de fonds)⁹². En Europe, la collecte se concentre sur le Luxembourg (308 milliards d'euros), l'Irlande (298 milliards d'euros) et l'Allemagne (111 milliards d'euros). Avec 49 milliards d'euros, la France arrive en cinquième position, derrière le Royaume-Uni (64 milliards d'euros).

Alors que pour les autres pays cités, la collecte annuelle se décompose sur les quatre trimestres de manière assez lisse, la France est caractérisée par une collecte très volatile (+55 milliards au premier trimestre ; -13 milliards au T2 ; +25 milliards au T3 ; -18 milliards au T4), tant sur les fonds monétaires que sur les fonds d'investissement non monétaires.

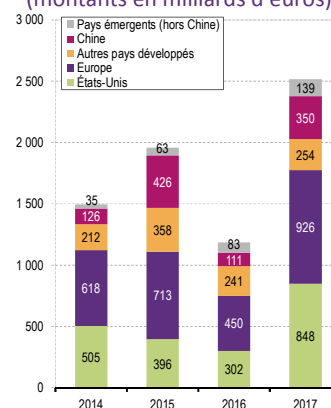
Graphique 47 : Encours de la gestion collective (hors fonds de fonds)
Regroupement géographique selon la domiciliation des fonds
(montants en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA – International Quarterly Statistical Release, Calculs AMF

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

Graphique 48 : Collecte nette des fonds (incluant les fonds de fonds)
(montants en milliards d'euros)



⁹² Par déduction l'effet de valorisation des encours, ou effet "performance", serait de 302 milliards d'euros, soit 0,7 % de l'encours à fin 2016.

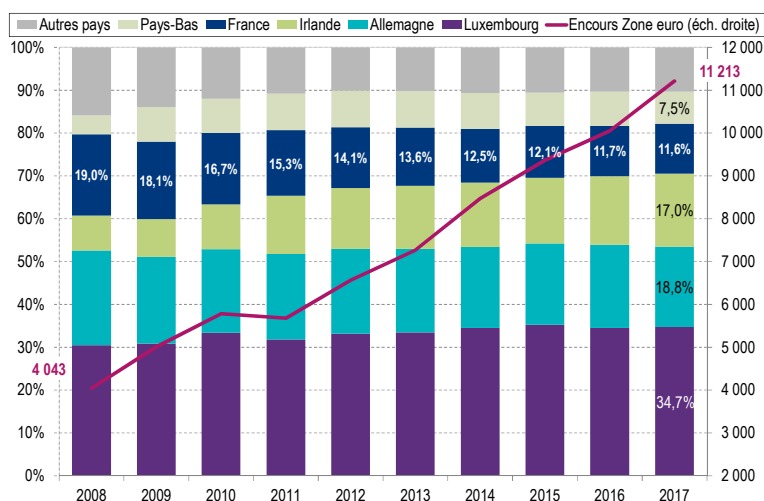
Les fonds indiciels cotés (*Exchange Traded Funds, ETF*) restent très dynamiques. Au niveau mondial, ces fonds de gestion passive atteignent un actif net de 3 870 milliards d'euros à fin 2017 (dont 2 836 milliards d'euros pour les États-Unis et 614 milliards d'euros pour l'Europe⁹³). Sur un an, la croissance des encours représente respectivement +23,4 %, +18,4 % et + 25,1 %. Au cours de l'année 2017, ces fonds ont réalisé une collecte nette de 434 milliards d'euros dans le monde.

3.1.2 Zone euro : un marché concentré

Selon les données de la Banque centrale européenne (BCE), les encours des fonds d'investissement (hors fonds monétaires) domiciliés en zone euro ont été multipliés par plus de 2,7 en dix ans. Ils atteignent 11 213 milliards d'euros fin 2017, en hausse de 11,6 % par rapport à 2016 (10 051 milliards d'euros). La collecte nette sur 2017 représente 867 milliards d'euros, soit trois-quarts de la variation d'encours.

La répartition du marché entre les principaux pays de domiciliation des fonds reste quasiment inchangée, avec plus d'un tiers des encours (34,7 %) pour le Luxembourg, 18,8 % pour l'Allemagne et 17,0 % pour l'Irlande. Cette dernière gagne cependant un point de pourcentage de part de marché sur ses concurrents par rapport à 2016. Avec 1 302 milliards d'euros, la France arrive en quatrième position (11,6 %).

Graphique 49 : Structure du marché des fonds d'investissement (hors fonds monétaires) de la Zone euro (en % de l'encours total de la gestion d'actif de la zone euro)



Source : BCE – Investment Funds Balance Sheet Statistics, Calculs AMF

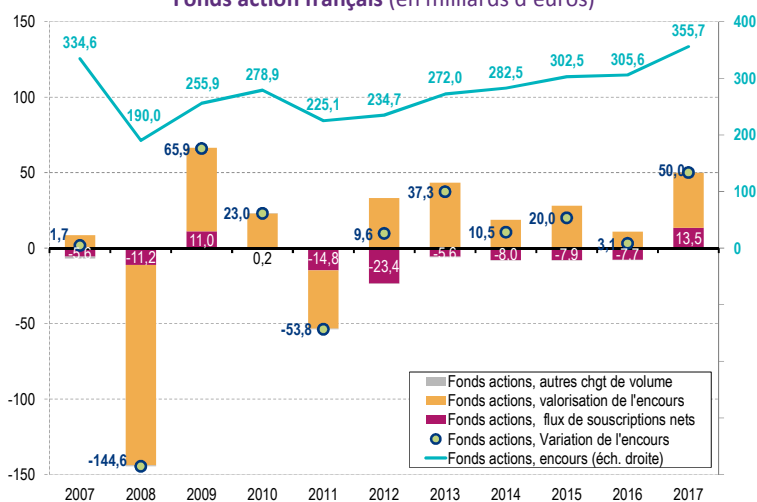
3.1.3 Focus sur les fonds français : des records de collecte pour plusieurs catégories

3.1.3.1 Un retour en force de la collecte sur les fonds actions français

Après six années de décollecte nette continue, les fonds actions français ont enregistré une collecte positive record de 13,5 milliards d'euros en 2017 (dont 4,5 milliards sur le seul mois de décembre).

⁹³ Les ETF français représentent pour leur part 82 milliards d'euros.

**Graphique 50 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds action français (en milliards d'euros)**



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

NB méthodologique : Les autres variations de volume correspondent aux reclassifications, créations ou liquidations de fonds.

L'effet de valorisation de marché a joué positivement pour la sixième année consécutive. La conjonction de ces deux facteurs permet de voir l'actif net des fonds actions français augmenter de 50 milliards d'euros, soit 16,4 % de plus qu'à fin 2016.

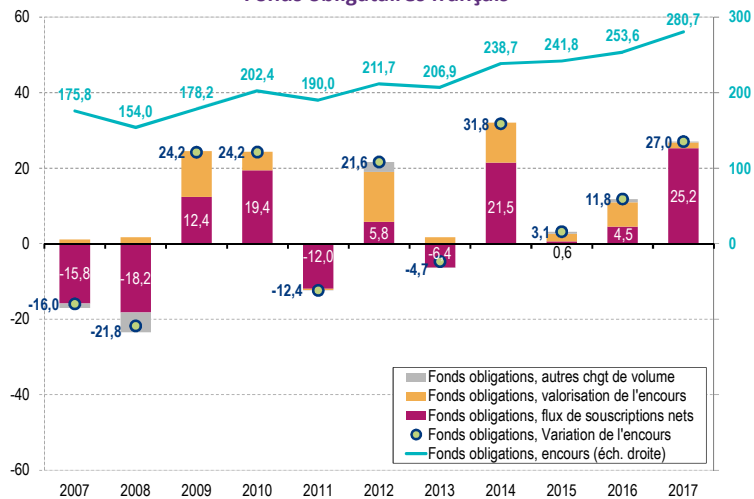
Le décalage observé entre les effets de valorisation et de collecte pourrait faire craindre que les investisseurs placent à contretemps du cycle, autrement dit qu'ils investissent dans les fonds en haut de cycle pour en sortir en phase de contraction des performances⁹⁴.

3.1.3.2 Une collecte record sur les fonds obligataires français en 2017

La collecte sur les fonds obligataires français a atteint +25,2 milliards d'euros en 2017, son plus haut niveau depuis 2007. Elle a été concentrée sur le premier semestre : collecte nette positive sur chacun des huit premiers mois de l'année, suivie d'une décollecte nette entre septembre et novembre pour un total de -5,8 milliards d'euros. L'effet de valorisation de l'encours a été très modéré (+1,6 milliard d'euros, à comparer à +6,5 milliards en 2016).

⁹⁴ Les études ne sont pas totalement conclusives sur ce point, notamment en Europe. Aux États-Unis, la procyclicité des fonds actions serait liée aux incitations du gérant à la surperformance (Chevallier, Ellison (1997), Sirri, Tufano (1998), Brown, Harley, Starks(1996)), celle des fonds obligataires, au contraire, à la sensibilité des porteurs aux performances négatives (Goldstein, Jiang, Ng (2016)), voire à la tendance des gérants à accroître leurs liquidités en anticipation des chocs de rachat (*cash hoarding*, Morris, Shim, Shin (2017)). En Europe, Grillet-Aubert, Sow (2009), n'identifie pas de relation stable à travers les catégories de fonds et juridictions. Bellando, Ringuedé (2009) identifie toutefois la présence d'incitations des gérants d'actions français à la prise de risque. Sur les implications macroprudentielles, voir Grillet-Aubert (2018), et 3.2 ci-après sur les travaux réglementaires sur les outils de gestion des risques d'illiquidité des marchés dans la gestion d'actifs.

**Graphique 51 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds obligataires français**



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

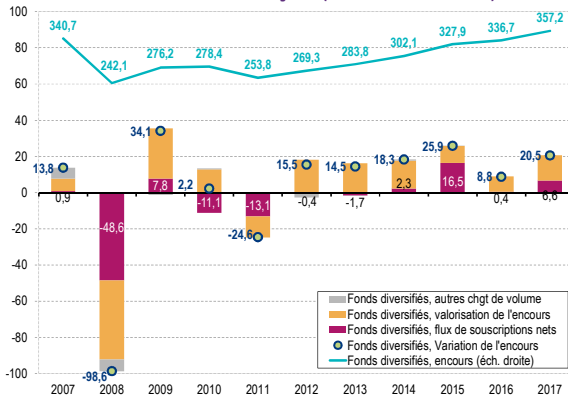
3.1.3.3 Un rebond de la collecte sur les fonds diversifiés français en 2017

Après une collecte nette quasi-nulle en 2016, les fonds diversifiés ont enregistré des flux nets positifs de 6,6 milliards d'euros en 2017. La décollecte nette de 6,9 milliards d'euros en décembre 2017 conduit toutefois à nuancer cette observation. Grâce à un effet de valorisation de l'encours de plus de 14 milliards d'euros sur 2017, les fonds diversifiés français représentent à fin 2017 un encours sous gestion de plus de 357 milliards d'euros.

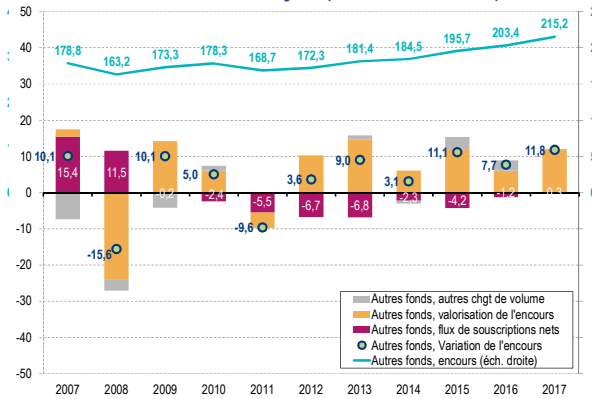
La catégorie « autres » de la Banque de France regroupe un ensemble disparate de fonds, comprenant notamment les fonds d'épargne salariale, certains *hedge funds*⁹⁵, les fonds à formule et les fonds de capital investissement. En agrégé, ces fonds ont enregistré une collecte nette marginale (+300 millions d'euros), mais positive pour la première fois depuis 2008. Sur 2017, seuls les mois de février, puis d'avril à juin ont bénéficié de flux positifs, ce qui correspond aux mois de versement des participations et intéressements sur l'épargne salariale (+ 6,8 milliards d'euros de collecte sur ces quatre mois). Comme les autres catégories de fonds d'investissement français, la catégorie résiduelle des fonds « autres » bénéficie d'un effet de valorisation positif depuis 2012.

⁹⁵ Les *hedge funds* sont identifiés sur une base déclarative. Par ailleurs, les *hedge funds* faisant l'objet d'une domiciliation offshore et commercialisés en France ne sont pas capturés par ces statistiques.

**Graphique 52 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation
Fonds diversifiés français (milliards d'euros)**



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

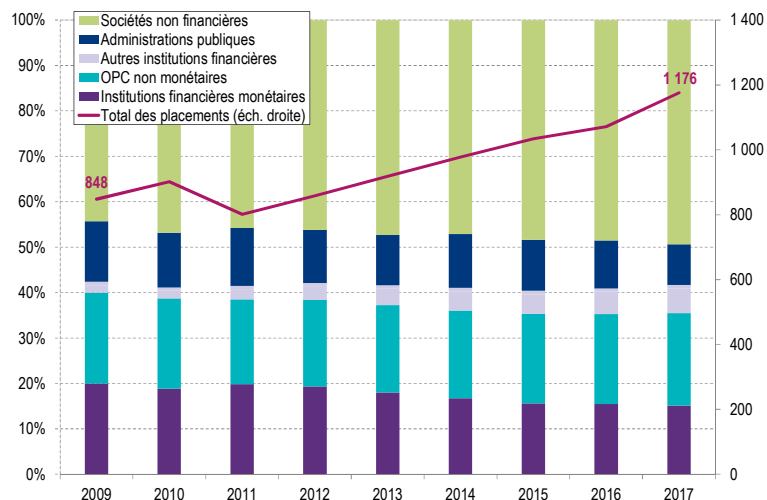


Source : Banque de France – Panorama financier des OPC, Calculs AMF

3.1.3.4 Les fonds d'investissement français de plus en plus exposés aux sociétés non financières

Les données agrégées de l'actif des fonds d'investissement permettent de mettre en évidence la hausse tendancielle de l'exposition des fonds français aux sociétés non financières (SNF). Les titres de SNF (principalement des titres de capital) représentent à fin 2017 près de la moitié de la valeur de l'actif des fonds.

Graphique 54 : Structure agrégée du portefeuille des fonds d'investissement français



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

3.1.3.5 La gestion sous mandat

La gestion collective, dont il a été question jusqu'à présent, ne représente qu'une partie de l'activité de gestion d'actifs. En effet, les prestataires de services d'investissement (PSI) et les sociétés de gestion de portefeuille (SGP) peuvent aussi proposer à leurs clients (institutionnels pour la plupart) 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. En 2016 (dernier chiffre disponible à ce jour), la gestion sous mandat

représentait en France un encours de 1 618 milliards d'euros, soit un montant du même ordre de grandeur que la gestion collective. Pour l'Europe, l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA) estimait les actifs sous mandat de gestion à 11 000 milliards d'euros à fin 2016, soit, là encore, à peu près autant que le total de la gestion collective.

Tableau récapitulatif pour la France (encours à fin 2017):

Gestion collective (hors monétaires) :	1 209 milliards d'euros
Dont fonds action :	356 milliards d'euros
Dont fonds obligataires :	281 milliards d'euros
Dont fonds diversifiés :	357 milliards d'euros
Dont fonds autres :	215 milliards d'euros
Fonds monétaires :	345 milliards d'euros
Gestion sous mandat :	1 618 milliards d'euros

3.2 GESTION DES RISQUES DE LIQUIDITE ET LEVIER

3.2.1 Des recommandations internationales en ligne avec les mesures mises en œuvre en France

Les travaux internationaux sur le shadow banking se recentrent sur les activités de marché...

La poursuite de la croissance globale des encours de gestion d'actifs pour compte de tiers, en particulier des véhicules de gestion collective ouverts, et la hausse, ces dernières années, dans un contexte de politiques monétaires expansives, des expositions des fonds aux produits de dette et à certains actifs illiquides (notamment immobiliers) ont conduit les autorités compétentes à s'interroger sur les implications pour la stabilité financière⁹⁶. Les débats internationaux se sont cristallisés sur la qualification des risques. Attachées initialement, à l'aide de données macro-financières, à identifier les entités du *shadow banking* pertinentes⁹⁷ et à mesurer généralement leur volume d'activité, les méthodologies se sont progressivement recentrées sur l'évaluation des risques liés à leurs activités de marché⁹⁸ et prennent en compte des activités définies moins spécifiquement par référence à l'intermédiation de crédit bancaire. Considérant ainsi plus généralement le financement par le marché (*market-based finance*), y compris au-delà des financements par le crédit et la dette, elles élargissent le champ des interrogations sur les risques de

⁹⁶ Cf. "*Shadow Banking Monitor*" du FSB et travaux internationaux du FSB et d'IOSCO sur la gestion d'actifs. Le FSB souligne l'importance de l'intermédiation de crédit par les fonds d'investissement, mais aussi que "les aspects du *shadow banking* pouvant avoir contribué à la crise financière ont beaucoup décliné et ne posent généralement plus de risques pour la stabilité financière" (communiqué du 02/07/17).

⁹⁷ Les entités non-bancaires et non-assurantielles menant des activités d'intermédiation de crédit sont identifiées dans les données de comptabilité nationale dans une catégorie disparate et résiduelle "Autres institutions financières" (S.12) excluant les entreprises de crédit et sociétés d'assurances et fonds de pension. Elles comprennent les fonds d'investissement monétaires (S.123) et non-monétaires (S.124), et d'"Autres intermédiaires financiers" (S.125) : véhicules de titrisation, courtiers en valeurs financières (*dealers*), sociétés financières accordant des prêts ou spécialisées (*leasing*, etc.). Notons que certaines entités de cette catégorie sortent cependant du champ considéré, comme les chambres de compensation. Sur les défauts d'information (*data gaps*) relatifs à certaines entités, voir Grillet-Aubert, Haquin, Jackson, Killeen, Weistroffer (2016).

⁹⁸ D'Hoir, Ophèle (2018) ; "Comment dépasser le concept de "*shadow banking*" ?", Revue de la Stabilité Financière, Banque de France, avril souligne le besoin d'une approche en risques des marchés en général et du *shadow banking* en particulier. Le FSB évalue les risques sur la base de 5 fonctions économiques. La 1^{ère} concerne les véhicules d'investissement collectifs exposés au risque de rachats, la 3^{ème} l'intermédiation de marché dépendante de financements de court terme ou sécurisés, reflétant donc la capacité de fourniture de liquidité au marché en général et aux fonds d'investissement en particulier.

marché (D’Hoir, Ophèle (2018), Grillet-Aubert (2018), Adrian (2018)⁹⁹), le cas échéant sur la capacité du secteur à absorber les chocs et à accroître la résilience structurelle du système financier.

*...au profit
d’approches plus
axées sur les risques*

Dans ce contexte, les travaux engagés pour traiter les risques liés à la gestion d’actifs, en particulier de liquidité des actifs des fonds ouverts et de levier des fonds alternatifs ouverts, progressent selon deux axes principaux, dans la lignée des initiatives au niveau international du FSB¹⁰⁰. D’une part, les travaux de collecte de données, d’évaluation des risques et de *stress test* soulignent la nécessité de développer à terme un cadre d’analyse des risques systémiques propre, distinct de celui applicable à la liquidité et au levier bancaires¹⁰¹. D’autre part, différents travaux réglementaires et de supervision visent d’ores et déjà à rendre opérationnelle la gestion des risques potentiels, ce dont attestent, au niveau global, les travaux en cours sur le levier des fonds d’investissement¹⁰² et les recommandations publiées par l’OICV en février 2018 sur leur gestion des risques de liquidité.

*De nouvelles
recommandations de
l’OICV et des règles
nationales renforcent
les dispositifs de
gestion des risques de
liquidité*

Sur la base d’une revue des pratiques en cours dans les différentes juridictions, les recommandations formulées par l’OICV en 2018¹⁰³ renforcent le cadre global de gestion du risque de liquidité selon quatre axes principaux : la cohérence de la gestion des déséquilibres actif-passif (de la liquidité des actifs pour faire face aux rachats), la transparence auprès des porteurs et autorités sur le profil de liquidité des fonds, le recours aux stress tests de liquidité des gérants de portefeuille pour accroître la résilience aux circonstances de marché extrêmes, et la mise en place par les autorités d’un cadre permettant le recours des sociétés de gestion aux outils de gestion du risque de liquidité. Ces recommandations visent de façon générale à préserver la diversité des outils dont dispose le gérant pour adapter sa gestion des risques de liquidité aux caractéristiques propres des fonds sous gestion (stratégies mises en œuvre, nature et structure des expositions à l’actif et au passif, etc.). Les recommandations offrent donc une relative discrétion aux autorités nationales quant à la palette d’outils de gestion proposée, et leur publication est accompagnée d’un guide de bonnes pratiques¹⁰⁴ illustrant l’usage concret susceptible d’être fait des divers outils. Ces travaux se sont accompagnés de changements législatifs dans plusieurs pays, notamment aux États-Unis¹⁰⁵ et en France¹⁰⁶, qui renforcent la conformité des dispositifs nationaux aux recommandations de l’OICV. Entré en vigueur début 2018, le dispositif français vise spécifiquement, pour de nombreux types de fonds¹⁰⁷ à clarifier les conditions de mise en œuvre ou à introduire : (i) les préavis de souscription

⁹⁹ D’Hoir, Ophèle (2018) cf. note de bas de page précédente. Grillet-Aubert (2018) ; "Macro-stress tests : Quelle portée pour les marchés et la gestion d’actifs ?", Cahiers Risques et Tendances, AMF, juin ; Adrian (2018) ; "Shadow Banking and Market-Based Finance" in "Shadow Banking: Financial intermediation beyond banks" ; SUERF-The European Money and Finance Forum, 2018/1 ed. by E. Jokivuolle

¹⁰⁰ Cf. "Policy Recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities", 12/01/17.

¹⁰¹ Le dispositif de Bâle introduit notamment un encadrement des expositions bancaires par des ratios de liquidité et de levier (voir BRI).

¹⁰² La recommandation 10 de FSB (2017) op. cit. mandate IOSCO pour définir des indicateurs de levier pertinents pour les fonds d’investissement. Les recommandations subséquentes (11 et 12) sollicitent des collectes de données –respectivement par les autorités nationales et IOSCO– sur ces bases.

¹⁰³ Cf. "Recommendations for liquidity risk management for collective investment schemes", 01/02/18.

¹⁰⁴ Cf. "Open-ended Fund Liquidity and Risk Management. Good Practices and Issues for Consideration", 01/02/18.

¹⁰⁵ Le cadre adopté aux États-Unis se distingue notamment par l’exigence pour les gérants de fonds de mettre en place un programme de gestion du risque de liquidité mettant l’accent sur trois règles : la classification des actifs en portefeuille selon leur degré de liquidité, un minimum d’investissement dans les actifs les plus liquides et un plafond d’investissement dans les actifs les moins liquides.

¹⁰⁶ Cf. ordonnance n°2017-1432 du 04/10/17 portant modernisation du cadre juridique de la gestion d’actifs et du financement par la dette.

¹⁰⁷ Les OPCVM, fonds d’investissement à vocation générale (FIVG), fonds de fonds alternatifs (FFA), fonds professionnels à vocation générale (FPVG) et fonds d’épargne salariale (FES).

et/ou de rachat, (ii) les rachats en nature et (iii) la fermeture, partielle ou totale, des souscriptions.

Les recommandations de l'ESRB visent à compléter le dispositif européen...

Par ailleurs, cinq recommandations, adressées en décembre 2017 par l'ESRB à la Commission européenne et à l'ESMA, visent à renforcer le dispositif de gestion des risques de liquidité et de levier au sein de l'espace économique européen.

Les trois premières portent spécifiquement sur la gestion du risque de liquidité. La première vise à accroître la disponibilité, au sein de l'Union, des outils de gestion de la liquidité en incluant des outils additionnels susceptibles de compléter, dans certaines juridictions, la gamme d'outils disponibles¹⁰⁸. Par ailleurs, elle donne mandat à l'ESMA de développer de bonnes pratiques afin d'harmoniser l'utilisation des outils par l'industrie et d'assurer, ce qui pourrait revêtir une importance particulière en période de stress, une bonne coordination des autorités lorsqu'elles recourent à des suspensions de rachats de parts de fonds susceptibles d'avoir des implications transfrontières dans l'UE. La seconde recommandation vise à limiter les risques de transformation de liquidité des fonds d'investissement alternatifs (FIA) ouverts investissant significativement dans des classes d'actifs structurellement peu liquides (l'ESMA a mandat de dresser une liste qui comprendra l'immobilier, les titres non cotés, les prêts et autres actifs alternatifs) en renforçant la supervision. La troisième recommandation préconise à l'ESMA de publier des *guidelines* sur les *stress tests* de liquidité pour faire converger les pratiques dans le cadre législatif existant des directives OPCVM et AIFM (Encadré 9).

...et appellent à une collecte de données sur les UCITS

Au niveau européen, les OPCVM ne faisant pas l'objet de collecte réglementaire spécifique des autorités de marché¹⁰⁹, la quatrième recommandation de l'ESRB a pour objet d'instituer une collecte de données permettant notamment une meilleure appréhension de la liquidité et du levier des fonds. Concernant les fonds alternatifs, une telle collecte est d'ores et déjà instituée par la directive AIFM. Ses données font l'objet de premières analyses¹¹⁰. En France, les premières exploitations des données collectées dans ce cadre fournissent des informations sur le profil de liquidité des FIA déclarants (voir 3.2.2.).

Les travaux européens sur une gestion macro-prudentielle du levier restent exploratoires

La dernière recommandation de l'ESRB concerne le levier des fonds d'investissement alternatifs. Elle vise à préciser la mise en œuvre des dispositions de l'article 25 de la directive AIFM qui prévoient la possibilité pour les autorités d'imposer un plafond de levier aux fonds contribuant à l'accroissement (*build up*, en anglais, indiquerait plutôt une notion d'accumulation) du risque systémique. Il s'agit ici avant tout de mettre en place une évaluation communément admise du risque systémique lié à la mise en œuvre du levier, et de capitaliser à cet effet sur les travaux de l'OICV mentionnés ci-avant.

¹⁰⁸ Cette recommandation est adressée à la Commission européenne pour traiter d'éventuels besoins d'amender les législations nationales à cet effet. L'AMF considère ici que les textes de niveau 1 (UCITS, AIFMD) applicables fournissent le cadre législatif nécessaire et plaide en faveur d'un traitement au niveau 2 des standards ESMA. En tout état de cause, l'état des lieux (cf. tableau en annexe de l'annexe II aux recommandations) montre la complétude du dispositif en France.

¹⁰⁹ Les UCITS sont couverts par les statistiques sur les fonds d'investissement de la comptabilité nationale, et des informations sont fournies par les sources professionnelles et de marché. Les collectes des banques centrales intègrent également de nouvelles informations granulaires sur les fonds d'investissement –cf. par exemple, références à RIAD (Register of Institutions and Affiliates Database) dans le rapport "*Euro area monetary and financial statistics ; 2016 quality report*" de juin 2017 de la Banque Centrale Européenne et "*Who holds what? New information on securities holdings*", dans BCE (2015); Economic Bulletin 2015-2 pour des informations sur la base SHS (Securities Holding Statistics) de la BCE.

¹¹⁰ Cf. article intitulé "AIFMD – a framework for risk monitoring" ESMA de la revue Tendances, Risques et Vulnérabilités de février 2018 de l'ESMA.

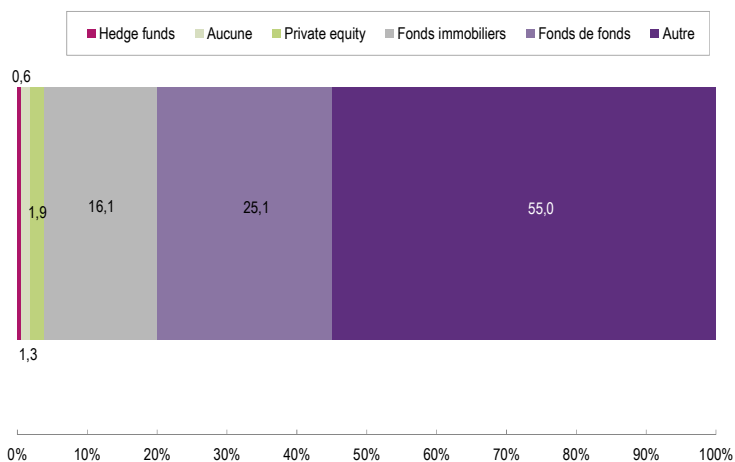
3.2.2 Premiers enseignements de la collecte d'AIFM sur la liquidité des fonds français

Les données collectées dans le cadre des exigences de la directive AIFM permettent désormais un suivi régulier des FIA et de leurs risques. En France fin 2017, ils sont 7 082 fonds représentant 767 milliards d'euros d'encours, soit 47 % des encours de la gestion collective française. Cependant, les travaux destinés à assurer la qualité de ces données, dont la collecte est mise en œuvre depuis 2014, nécessitent d'être prolongés afin d'accroître la portée des travaux analytiques et de la surveillance des risques¹¹¹.

Par exemple, les stratégies renseignées par les gérants mettent en avant une grande majorité de stratégies "Autres", ce qui limite la portée des interprétations et l'appréciation de la diversité des stratégies mises en œuvre (Graphique 55). Au niveau européen, la stratégie "Autres" comptait ainsi pour 67 % des encours fin 2017¹¹². La directive AIFM, qui visait principalement à améliorer la surveillance des *hedge funds*, capte en effet beaucoup d'autres fonds à vocation plus générale (au sein de la stratégie « Autres »), qu'il serait utile de mieux qualifier à l'avenir.

Les premières analyses du reporting AIFM mettent en avant des limites d'interprétation dues à la nature des questions posées

Graphique 55 – Répartition des encours par catégorie de FIA (actif net à fin 2017, en % des actifs totaux)



*Note : Les gestionnaires choisissent ici la stratégie principale qui décrit le mieux la stratégie du fonds.
Source : AMF*

Cette collecte vise en particulier à apprécier l'exposition des fonds au risque de liquidité. À cet égard, elle impose au gérant d'apprécier les actifs de ses fonds en fonction de leur durée de liquidation, ainsi que le comportement supposé de rachat des investisseurs, afin d'évaluer sa capacité à faire face à des chocs en cédant des actifs liquides. À l'actif, on observe selon les stratégies, des catégories de fonds liquides, comme les *hedge funds* dont 84 % des actifs sont jugés par le gérant comme liquidables sous un jour, et de l'autre des fonds plus illiquides comme les fonds de *private equity* et immobiliers, dont la proportion d'actifs pouvant être liquidés sous un jour ne représente que respectivement 16 et 5 %.

Cette structure à l'actif doit être rapportée à celle au passif, et à l'appréciation par le gérant de sa capacité à répondre aux demandes de rachats des investisseurs (Graphique 56 et Graphique 57), en fonction des restrictions de sortie qu'il a pu mettre en place. À l'échelle des catégories de fonds considérées, les engagements apparaissent ici

L'adéquation entre actif et passif des FIA paraît adaptée

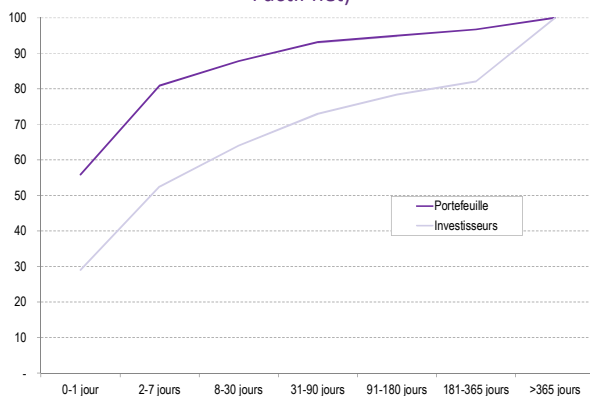
¹¹¹ Les données présentées ici couvrent tous les fonds FIA enregistrés ou agréés en France, qui reportent de manière trimestrielle (le seuil de reporting trimestriel est de 1 milliard d'euros). Ils représentent 87 % des encours des FIA fin 2017.

¹¹² Données ESMA issues de Tendances, Risques et Vulnérabilités numéro 1, 2018, *ibid*.

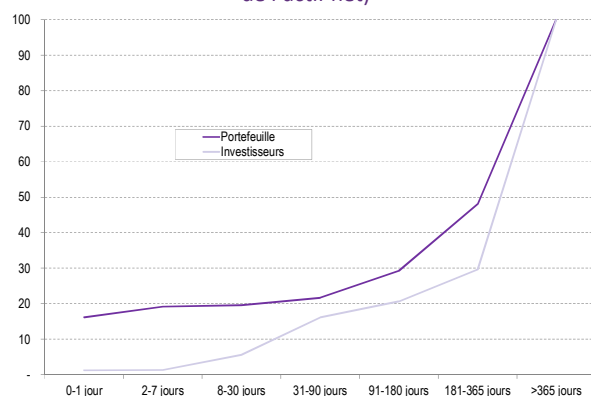
systématiquement (à toutes les échéances, pour toutes les catégories) inférieurs aux délais de liquidation des actifs, montrant la capacité en général¹¹³ à faire face aux rachats de parts des investisseurs. Quoique ne représentant qu'une moyenne, puisque chaque gérant modélise selon ses propres critères de liquidation, la perspective présentée montre ainsi que la structure du passif –notamment les engagements à satisfaire des rachats à court terme– est globalement adaptée 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 29 % alors qu'elle est quasi-nulle pour les fonds immobiliers (Graphique 57). Dans les deux cas, l'appréciation du gérant est que les fonds ont en moyenne un excédent significatif d'actifs liquides pour faire face aux rachats.

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

Graphique 56 : Autres fonds (estimation en % cumulé de l'actif net)



Graphique 57 : Fonds immobiliers (estimation en % cumulé de l'actif net)



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

Source : AMF

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. Il en ressort avant tout que les particuliers sont généralement minoritaires dans la détention de fonds alternatifs (38 % en moyenne pondérée par les actifs fin 2017). À 39 %, la proportion de particuliers détenteurs de fonds immobiliers, donc exposés à des actifs particulièrement illiquides, paraît cependant significative (voir partie 4.1.4).

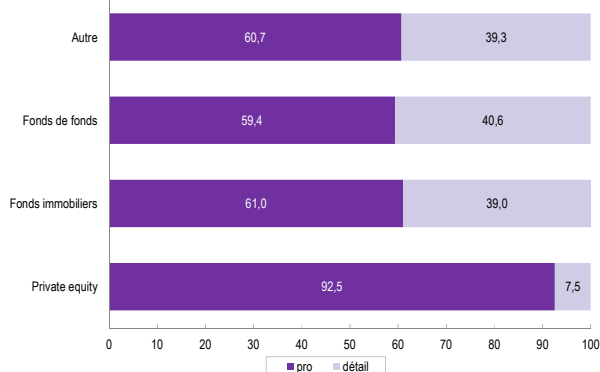
Une classification plus fine des détenteurs tels qu'estimés par le gérant est également demandée (Graphique 59). La cohérence avec le graphique précédent reste en partie à établir du fait de (i) la connaissance limitée des gérants de leur passif, dans un contexte où les catégories du reporting ne correspondent pas toujours aux informations commerciales dont disposent les gérants, (ii) la possibilité de vendre à des clientèles de détail à travers des investisseurs bancaires ou assurantiels. Ceci est confirmé par la forte part d'investisseurs "inconnus" (57 % pour les fonds "Autres", 25 % pour les fonds immobiliers). 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 respectivement 57 %, 54 % et 25 % des encours des catégories de fonds "Autres", "Fonds de fonds" et "Immobilier". La perception d'un poids assez faible des banques au passif des fonds alternatifs est, par ailleurs, confirmée : 3 % pour la catégorie "Autres", 5 % pour les fonds de fonds, 10 % pour les fonds immobiliers et

¹¹³ Cette observation moyenne pour les catégories de fonds considérées ne préjuge pas des situations individuelles des fonds sous revue. De plus, il apparaît que certains gérants prennent en compte dans cet horizon le délai nécessaire au règlement livraison alors que d'autres ne le font pas.

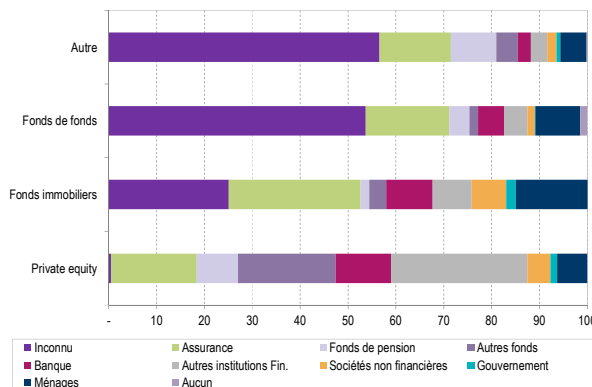
12 % pour les fonds de *private equity*, (cette dernière catégorie ne représentant toutefois que 1,9 % des encours totaux). Enfin, les ménages représentent également une faible part des encours : 5 % de la catégorie "Autres", 9 % des fonds de fonds, mais une part plus significative des encours de fonds immobiliers (15 %).

Structure des investisseurs en fonds alternatifs

Graphique 58 : Professionnels et particuliers (%)



Graphique 59 : Catégories fines d'investisseurs (%)



Les stratégies dont les actifs représentent moins de 2 % des actifs français ne sont pas représentées.

Source : AMF

Encadré 9 : Stress tests des fonds d'investissement et macro stress tests

Ce qui suit vise à clarifier la distinction entre deux types de *stress tests*, menés d'une part par les gestionnaires d'actifs pour les fins de la gestion des risques de leurs fonds d'investissement et d'autre part, de façon plus exploratoire, par les autorités, notamment avec des objectifs de stabilité financière. Le propos s'appuie en particulier sur Grillet-Aubert (2018)¹¹⁴.

1) Stress tests des fonds d'investissement : les directives OPCVM, AIFM et le règlement MMF formulent des exigences en matière de *stress test* des fonds d'investissement par les sociétés de gestion. Celles de la directive UCITS sont centrées sur la gestion du risque de liquidité. Celles de la directive AIFMD requièrent en outre un *reporting* au régulateur. Sur recommandation de l'ESRB, des *guidelines* seront proposées par l'ESMA pour assurer une convergence européenne, là où des guides de l'AMF¹¹⁵ et Bafin harmonisent et favorisent d'ores et déjà les bonnes pratiques au niveau national. Pour sa part, le dispositif de MMFR (Money Market Funds Regulation) est plus prescriptif : des scénarios de simulation de crise seront testés sur la base de paramètres de référence communs fixés par l'ESMA (relatifs au degré de liquidité des actifs détenus, au risque de ces actifs, aux taux d'intérêt et de change, aux hypothèses de rachat, aux écarts entre indices auxquels les taux d'intérêt des titres en portefeuille sont liés et aux chocs macrosystémiques susceptibles de toucher l'économie)¹¹⁶. Ces simulations feront l'objet d'un *reporting* au régulateur. La capacité du régulateur d'échantillonner et agréger les résultats de ces *stress tests*, qui s'ajoutent à ceux menés par les gérants pour les fins de la gestion de leurs risques spécifiques, constitue donc en fait les *stress tests* prescrits par MMFR aussi en macro *stress tests bottom up* – un concept précisé comme suit.

2) Macro stress tests : les craintes des autorités macro-prudentielles quant aux vulnérabilités des fonds d'investissement aux chocs de liquidité de marché¹¹⁷ ont conduit les autorités dotées d'un mandat de stabilité financière à mener des exercices pour évaluer l'impact agrégé de chocs sur des (segments de) marché(s) -des exercices distincts, donc, de ceux menés par les gérants pour les fins de la gestion des risques spécifiques à chacun de leurs fonds. Une distinction utile est opérée ici entre deux principaux types d'exercices : des exercices *top down* de simulation d'ensemble visant à intégrer les interactions et dynamiques de marché (effets de "second tour"), et des exercices *bottom up* agrégeant des indicateurs de risque à travers les entités testées.

¹¹⁴ Grillet-Aubert (2018) ; "Macro stress-tests : Quelle portée pour les marchés et la gestion d'actifs" ; AMF Risques & Tendances, juin.

¹¹⁵ "Guide pédagogique sur l'utilisation des *stress tests* dans le cadre de la gestion des risques des sociétés de gestion de portefeuille" ; AMF ; 23 février 2018. "Liquidity stress testing by German asset management companies" ; BaFin ; 8 décembre 2017.

¹¹⁶ Ces dispositions de l'Article 28 de la directive sont en cours de transposition par l'ESMA.

¹¹⁷ Cf., notamment, recommandation 9 de "system-wide stress testing" par FSB (2016) ; "Proposed policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities" ; 22 juin 2016.

Ces derniers conduisent en général les autorités à solliciter les entités concernées par le test (soumission de scénarios, demandes de données, etc.).

Pour modéliser les dynamiques de marché, les *stress tests* de liquidité *top down*¹¹⁸ exigent de considérer les contreparties de marché pertinentes et n'ont donc en principe pas vocation à s'appliquer aux seuls fonds d'investissement. Très conditionnés par les données et hypothèses, notamment concernant la modélisation des ventes forcées (*fire sales*), ces exercices ont une portée opérationnelle encore limitée en matière de gestion des risques, mais sont utiles à de multiples autres égards, notamment au développement d'indicateurs de suivi de marché.

Les exercices *bottom up*¹¹⁹ peuvent être spécifiques à la gestion d'actifs. Fondés sur l'évaluation par les autorités, transversale à travers les fonds, d'indicateurs de gestion des risques, ils s'inspirent souvent des pratiques en la matière des fonds eux-mêmes. Ils sont donc plus adaptés à la formulation de recommandations sur ce point, même si leur évaluation des dynamiques de marché (contagion, *fire sales*) reste souvent limitée. Des exercices qui, à l'instar de celui, en France, du HCSF sur l'immobilier commercial, ciblent, des marchés : i) dont la vulnérabilité est bien établie, ii) tenant précisément compte des stratégies et pratiques de gestion des risques des intervenants, et iii) menés à travers l'ensemble des entités financières susceptibles d'être affectées par le choc sous revue -abstraction faite des secteurs financiers (banques, assurances, etc.)- contribuent utilement à l'appréciation et la gestion des risques pour la stabilité financière. Les *stress tests* prescrits par MMFR mentionnés ci-avant peuvent donc également être considérés, à ce titre, comme des macro *stress tests bottom up*.

3.3 LES INTERCONNEXIONS DE LA GESTION FRANÇAISE : UN RÉSEAU PEU DENSE MAIS CONCENTRÉ AUTOUR D'ENTITÉS PILIERS

Si les risques microprudentiels liés aux caractéristiques des fonds ou à leur gestion (risques de liquidité, risques associés au recours au levier, risques liés aux actifs détenus, risques opérationnels, etc.) sont déjà au cœur de l'action réglementaire, les risques d'ensemble liés à la structure du secteur et à ses interconnexions, relevant davantage du macroprudentiel, nécessitent pour être appréhendés de bien identifier les liens entre acteurs.

Dans le but d'approfondir les connaissances des enjeux de stabilité financière associés à la gestion d'actifs, le Haut conseil de stabilité financière (HCSF) se propose, à travers une publication¹²⁰, d'apporter un éclairage sur les interconnexions du système financier français, en exploitant les données reçues par la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution (ACPR) et l'AMF dans le cadre des *reportings* réglementaires entre 2008 et 2016. Cette base de données originale permet une analyse du réseau financier français, constituée à l'échelle des entités individuelles domiciliées en France (banques, assurances et fonds)¹²¹. Les principaux résultats sont présentés ici.

¹¹⁸ Cf. notamment, Baranova, Coen, Lowe, Noss Silvestri (2017); "Simulating stress across the financial system- Resilience of corporate bond markets and the role of investment funds"; Bank of England FSP 42; Cetorelli, Duarte, Eisenbach (2016); "Are Asset Managers Vulnerable to Fire Sales?"; Liberty Street Economics; -NY Fed; Fricke, Fricke (2017); "Vulnerable Asset Management: The Case of Mutual Funds"; Deutsche Bundesbank Discussion Paper 32-2017.

¹¹⁹ Plusieurs FSAP du FMI (notamment des États-Unis (2015), de l'Irlande (2016), du Luxembourg (2017)) ont mis en œuvre des *stress tests* de ce type (cf. Bouveret (2017); "Liquidity stress tests for investment funds: A practical guide"; IMF Working Paper 17-226). En France, l'exercice original mené sous l'égide du HCSF sur l'immobilier commercial a porté sur les secteurs des fonds d'investissement, banques et assurances (cf. HCSF (2017); "Note immobilier commercial ; Diagnostic actualisé et résultats des stress tests dédiés" ; mars).

¹²⁰ HCSF ; juin 2018 ; « Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français.

¹²¹ La relation entre la gestion d'actifs et les secteurs bancaire et assurantiel est appréhendée à l'actif des fonds par la détention de titres (actions ou obligations) émis par les banques et les assureurs et au passif par la détention de parts de fonds par les banques et les assureurs. Les relations financières autres que celles impliquant la détention de titres ou de parts (crédit, lignes de crédit contingente, utilisation de dérivés) ne sont pas captées dans l'analyse.

3.3.1 Connaître les liens des fonds d'investissements avec le reste du système financier permet de mieux en appréhender les risques

Mesurer les interconnexions est un préalable indispensable pour estimer concrètement les risques pesant sur la stabilité financière

L'analyse théorique des interconnexions au sein des réseaux financiers met en avant leur caractère dual : elles peuvent être à la fois porteuses d'effets stabilisateurs, issus de la diversification des risques financiers, mais aussi d'effets amplificateurs, issus par exemple de canaux additionnels de propagation d'un choc¹²².

L'analyse empirique proposée ici constitue une première étape vers l'analyse des risques directs et indirects découlant des interconnexions de la gestion d'actifs avec la stabilité financière¹²³. Les risques directs résultent tout d'abord de la nature des expositions des fonds à l'actif : les comportements des fonds peuvent affecter le fonctionnement d'un segment de marché et donc affecter les autres intervenants de ce marché (investisseurs, intermédiaires, émetteurs). C'est particulièrement le cas en période de stress où la tentative de vente simultanée et massive d'actifs par les fonds pourrait générer des baisses de prix importantes sur les marchés des actifs vendus. Les risques liés aux interconnexions découlent ensuite du passif de ces fonds, en affectant les contreparties qui ont investi dans ces fonds mais aussi les contreparties exposées par d'autres biais à ces fonds (via la fourniture de lignes de crédit ou d'autres services financiers, les contreparties sur les marchés du repo ou de dérivés, etc.) en cas de perte de valeur du portefeuille. De plus, quand les outils de gestion des demandes de rachats ne sont pas disponibles ou bien exploités, le risque de contrepartie peut être amplifié par l'avantage au premier sortant, c'est-à-dire la sortie de certains investisseurs avant ou au début d'une situation de marché stressé, laissant les investisseurs restants en supporter les conséquences négatives. Ce risque peut avoir un impact sur le volume et la rapidité des rachats demandés par les investisseurs, et accélérer ou amplifier les risques précédents.

Ces risques peuvent, enfin, résulter de liens plus indirects (relations capitalistiques, *sponsorship*) qui peuvent conduire une institution financière à apporter un soutien à un fonds en difficulté en raison d'un risque (par exemple, de réputation) auquel elle ferait face en cas de liquidation du fonds.

3.3.2 Au niveau macroéconomique, les fonds français sont très interconnectés au reste du système financier français, notamment les fonds monétaires

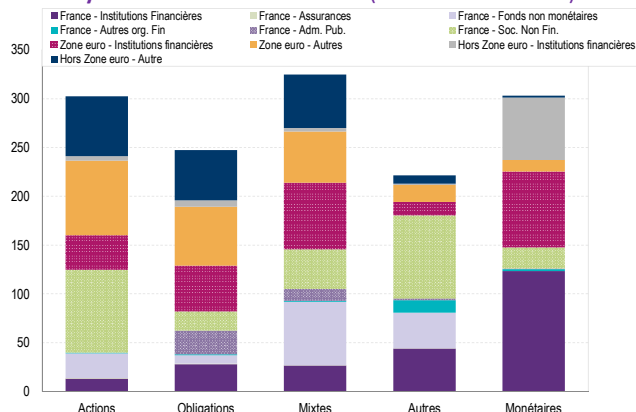
Une exposition au reste du système financier à 51 % à l'actif, 63 % au passif

L'étude des données d'exposition globale des fonds français permet de mettre en évidence leur exposition à l'ensemble du système financier : il ressort qu'à fin 2016, 51 % des actifs des fonds français (712 milliards d'euros) sont investis dans des titres émis par des entités du secteur financier dans son ensemble dont 28 % par des entités domiciliées en France (390 milliards d'euros), 17 % en zone euro hors France et 6 % hors zone euro. L'exposition au système financier est plus forte au passif, où 63 % des encours des fonds (915 milliards d'euros) sont détenus par des entités financières de la zone euro, dont 53 % par des entités françaises (770 milliards d'euros) et 10 % par des entités situés en zone euro hors France. Les entités françaises concernées sont, à l'actif, essentiellement des banques (17 % de l'actif) mais aussi pour 10 % d'autres organismes financiers. Le passif est, quant à lui, détenu à 33 % par des assureurs français, 14 % par d'autres organismes financiers et 6 % par des banques françaises.

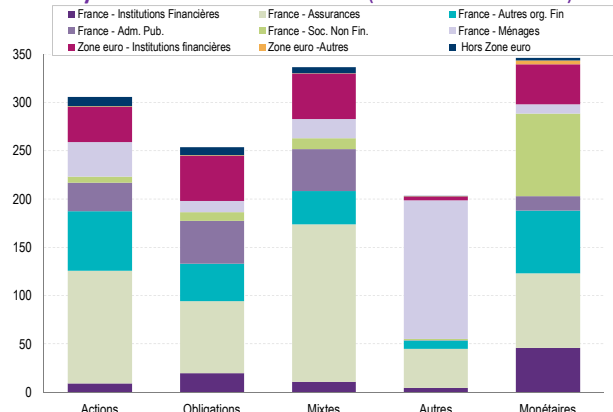
¹²² Les modèles existants, centrés sur le secteur bancaire, soulignent le caractère non linéaire de l'impact de l'augmentation de la diversification des contreparties sur la résilience du système : quand le nombre de connexions augmente, l'effet est d'abord positif sur la diminution de la probabilité d'une crise de liquidité (diversification), puis négatif (contagion). Voir Allen, F., et D. Gale (2000), « Financial contagion », *Journal of political economy*, 108(1), 1-33 ou Gai, P., A. Haldane et S. Kapadia (2011), "Complexity, Concentration and Contagion.", *Journal of Monetary Economics* 58 (5): 453-70.

¹²³ Il conviendra de noter que les relations financières autres que celles impliquant la détention de titres ou de parts (crédit, lignes de crédit contingentes, utilisation de dérivés) ne sont pas captées dans l'analyse.

Graphique 60 : Exposition de l'actif des fonds au reste du système financier au T4 2016 (en milliards d'euros)



Graphique 61 : Exposition du passif des fonds au reste du système financier au T4 2016 (en milliards d'euros)



Sources : Données Banque de France, AMF, ACPR, données au T4 2016

L'exposition des fonds français au secteur financier français est la plus forte : pour les fonds monétaires (à l'actif) ; pour les fonds actions (au passif)

À l'actif, les fonds monétaires sont, sans surprise, les plus exposés au système financier (88 % de leurs actifs investis, soit 270 milliards d'euros), dont 47 % sur des titres émis par des contreparties financières françaises. Les expositions des autres classes vont de 20 % pour les fonds actions (80 milliards d'euros) à 51 % pour les fonds mixtes (165 milliards d'euros)¹²⁴. Au passif, l'exposition apparaît moins hétérogène : les souscriptions de parts de fonds actions par des contreparties financières s'élèvent à 73 % de leur passif (225 milliards d'euros, dont 190 par des entités françaises). Elles atteignent quasiment la même proportion pour les fonds obligataires à 180 milliards d'euros (dont 133 milliards d'euros détenus par des entités françaises). Les fonds monétaires sont exposés pour leur part à hauteur de 230 milliards d'euros (dont 190 milliards à des entités françaises). Seule la catégorie « autres » se démarque avec une exposition de 28 % au système financier, dont 26 % au système financier français, en lien avec la forte proportion de fonds d'épargne salariale dans cette catégorie.

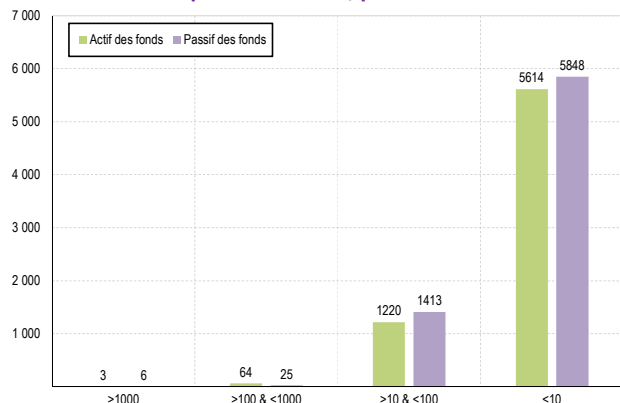
3.3.3 Le réseau lié à la gestion d'actifs française est peu dense, en « petit monde »

L'analyse détaillée des interconnexions met en évidence l'existence d'un réseau vaste mais relativement peu dense qui compte 9 943 entités (fonds, banques et assurances) avec 61 117 liens (impliquant des fonds)¹²⁵. Ce nombre apparaît comme limité comparativement aux 98 millions de liens potentiels : la densité (ou connectivité) du réseau, qui est égale au rapport entre le nombre de liens du réseau et le nombre de liens possibles, apparaît ainsi très faible, avec un niveau de 0,06 %. De plus, le nombre de liens diminue significativement depuis 2010, année où il s'élevait à 77 900. Ces liens sont essentiellement unidirectionnels, c'est-à-dire que les liens se font soit à l'actif soit au passif des fonds, la proportion de liens bidirectionnels étant très faible à 0,48 %.

¹²⁴ Elle se réduit à respectivement 13 % pour les fonds actions et à 29 % pour les fonds mixtes lorsqu'on ne considère que les institutions financières françaises.

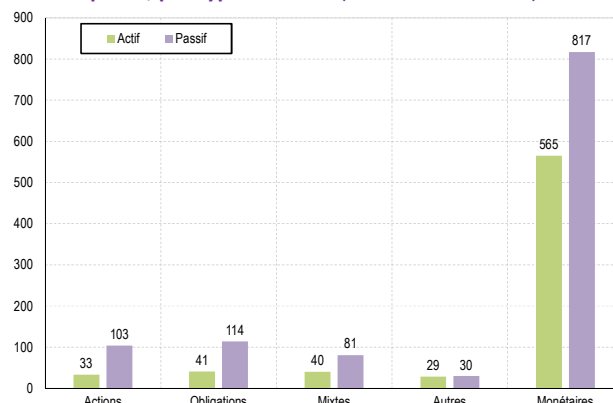
¹²⁵ Ils sont matérialisés (i) à l'actif des fonds, par les actions ou/et les obligations d'établissements de crédit ou d'assureurs détenus par les fonds domiciliés en France, ainsi que les détentions de fonds domiciliés en France par les fonds domiciliés en France ; (ii) au passif des fonds, par les parts des fonds détenus par les établissements de crédit, les assureurs ou les fonds domiciliés en France.

Graphique 62 : Distribution du nombre de liens à l'actif et au passif des fonds, par entité



Sources : Données Banque de France, AMF, ACPR, données au T4 2016

Graphique 63 : Valeur totale moyenne des liens à l'actif et au passif, par type de fonds (en millions d'euros)



Les liens existants se répartissent de façon très hétérogène entre les entités : dans leur grande majorité, les entités du réseau (qui sont essentiellement des fonds) présentent moins de 10 liens à leur actif ou à leur passif (Graphique 62). Seules 6 entités (des assurances) affichent plus de 1 000 liens avec les fonds, par la détention de parts de fonds à leur actif, et 3 banques sont investies par plus de 1 000 fonds. Cette structure de réseau indique la présence de quelques entités très connectées avec le reste du système, et ce constat se vérifie sur l'ensemble de la période étudiée. Les fonds monétaires présentent la plus forte intensité d'interconnexion avec le reste du réseau, avec une moyenne de 8 liens à leur actif et de 38 liens à leur passif. En montant, la valeur de ces liens par fonds s'élève en moyenne à 565 millions d'euros à leur actif et à 817 millions à leur passif (Graphique 63). Les autres types de fonds (obligations, mixtes, monétaires et autres) possèdent un nombre de liens sensiblement inférieur, notamment à leur passif. L'écart est encore plus important lorsqu'on considère les montants moyens des liens. Il est cependant difficile d'être conclusif sur la nature du risque issu du nombre de ces liens ou de leurs montants : sont-ils de nature à augmenter le risque de contagion ou à le diminuer grâce à la diversification ? Une certaine vigilance doit ainsi être portée aux fonds qui ont peu de diversification de leurs interconnexions à l'actif comme au passif, ainsi qu'à ceux dont les interconnexions sont corrélées.

Une faible densité autour de quelques entités piliers, qui joueraient donc un rôle clé dans une possible contagion

Le réseau présente ainsi les caractéristiques d'une structure de « petit monde », où les participants au réseau ont tendance à former des petits groupes entre eux, tout en étant atteignables via un petit nombre de liens (3,24 en moyenne)¹²⁶. Cela s'explique par l'existence d'entités piliers (*hubs*) hyper-connectées entre elles et auxquelles les petites entités du réseau auront tendance à se connecter¹²⁷. À l'actif des fonds ces entités sont des banques, mais aussi des fonds monétaires. Au passif il s'agit essentiellement d'assureurs : cette caractéristique du réseau se confirme à la lecture des Graphique 64 et Graphique 65.

Cette caractérisation du réseau peut se traduire par un risque de contagion accru en cas de choc, dès lors qu'une entité pilier serait touchée.

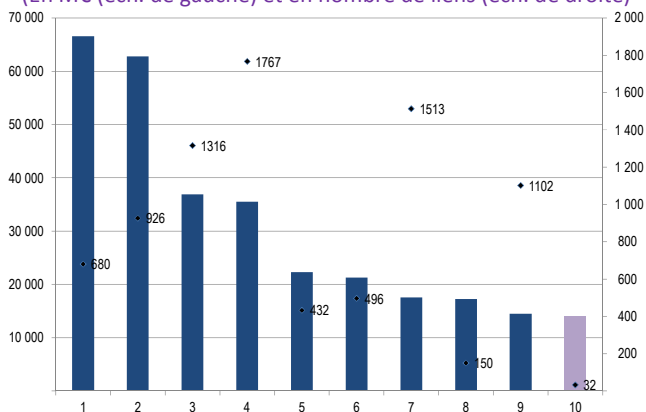
¹²⁶ Ces niveaux sont relativement bas compte tenu du nombre d'entités qui composent le réseau. Boss et al. (2004) trouvent, par exemple, que la distance courte moyenne est égale à 2,6 liens pour 883 banques du système bancaire autrichien. Voir Boss et al. (2004), "Network topology of the interbank market", Quantitative finance, Volume 4, 2004 - Issue 6.

¹²⁷ Cette caractéristique du réseau est mesurée par l'assortativité – i.e. la propension de deux entités ayant un nombre important de liens à être reliées entre elles – qui affiche dans notre réseau une valeur négative de -0,20, en diminution depuis 2010. Le réseau est donc de plus en plus dissortatif : les entités peu connectées auront tendance à se connecter à des entités qui ont un réseau plus développé.

3.3.4 Des entités « piliers » plus importantes au passif des fonds qu'à l'actif

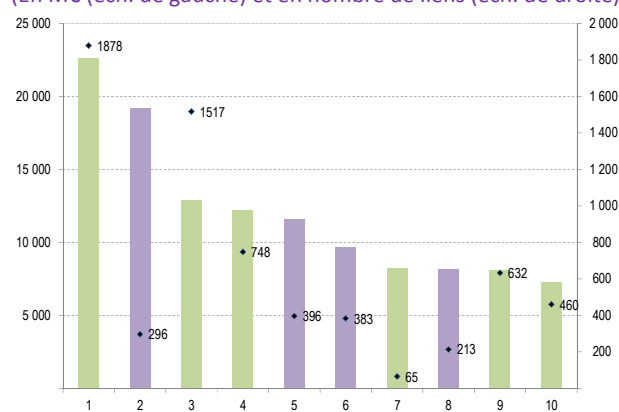
Graphique 64 : 10 principales entités au passif des fonds

(En M€ (éch. de gauche) et en nombre de liens (éch. de droite))



Graphique 65 : 10 principales entités à l'actif des fonds

(En M€ (éch. de gauche) et en nombre de liens (éch. de droite))



Source : données Banque de France, AMF, ACPR, données au T4 2016

Note de lecture : La couleur bleu marine correspond à des assureurs, la couleur verte à des banques et la couleur mauve à des fonds monétaires. La plus grosse entité du réseau au passif a investi 67 milliards d'euros dans le secteur de la gestion d'actifs français via 680 liens. Les fonds français détiennent 23 milliards d'actifs de la première entité bancaire via 1 878 liens.

Les résultats suggèrent que le risque de concentration des investisseurs ou des investissements demeure limité. En effet, les dix principales entités, c'est-à-dire les dix plus gros investisseurs au passif des fonds français, totalisent 310 milliards d'euros, soit moins de 22 % de leur passif total. Mis à part un fonds monétaire, ces entités sont exclusivement des assurances. À l'actif des fonds, les dix plus grosses détections des fonds français s'élèvent à près de 120 milliards d'euros en cumulé (seulement 9 % de l'actif total). Il s'agit de banques (60 % des montants cumulés) mais aussi de fonds monétaires (40 % des montants).

Le passif des fonds est plus exposé à des « entités piliers », ce qui traduit une concentration des investisseurs

Afin d'appuyer ces résultats, une analyse des concentrations de l'actif et du passif des fonds permet d'observer quels sont les fonds qui sont exposés significativement au système financier français à leur actif ou à leur passif¹²⁸. Au final, seuls 491 fonds représentant 35 milliards d'euros d'encours (2,4 % de l'encours total) présentent des niveaux importants d'exposition au système financier français à leur actif. Ils sont seulement 232 au passif (pour un encours de 38 milliards d'euros soit 2,6 % de l'encours total).

3.3.5 Au niveau des groupes financiers, les interconnexions demeurent peu alarmantes

Enfin, l'étude du HCSF s'intéresse aux risques indirects issus des liens potentiels entre sociétés de gestion et banques ou assurances appartenant au même groupe. En effet, il est apparu durant la crise financière de 2007-2008 que plusieurs institutions financières (notamment des banques) sont venues soutenir des entités en difficulté, en particulier dans la gestion d'actifs et que dans plusieurs cas, ces interventions (qualifiées de *step-in*) ont

¹²⁸ Analyse effectuée par le calcul de l'indice de concentration de Herfindahl, en faisant l'hypothèse forte qu'un fonds est fortement exposé au secteur financier français dès lors que son actif est investi à plus de 50 % dans des titres émis par des entités du secteur financier français (respectivement, son passif est détenu à plus de 50 % par des entités financières françaises).

*Pas de risque de
step-in à l'actif, et
des montants
d'exposition
apparaissant faibles
au passif des fonds*

même eu lieu alors qu'aucun engagement contractuel ne les y obligeait¹²⁹. Il ressort de l'analyse des interconnexions, en se plaçant au niveau de la société de gestion, que leurs expositions à l'actif ne laissent pas apparaître de déséquilibre en faveur des entités de leur groupe. Cette diversification découle, sans surprise, des règles de diversification et de gestion microprudentielles imposées aux fonds¹³⁰. Au passif, en revanche, la grande majorité des montants investis par les banques et assurances dans les fonds français le sont auprès de fonds du même groupe. Ce risque de *step-in* semble néanmoins faible en raison des montants investis, qui ne représentent que de 1 % à 6 % de l'actif total des groupes bancaires ou assurantiers français¹³¹. La plus grosse exposition en montant au niveau d'un groupe s'élève à 60 milliards d'euros, moins de 4 % de l'actif de l'entité concernée. L'entité la plus exposée (une compagnie d'assurance) l'est à hauteur de 6 % de son actif pour 18 milliards d'euros.

La caractérisation détaillée des interconnexions découlant de la gestion d'actif dans le système français proposée dans cette étude constitue un apport important, qui pourrait être élargi à d'autres pays, par exemple afin de mieux caractériser le système financier européen. Si cette analyse ne permet pas encore d'appréhender le risque du système français, les résultats obtenus pourraient être intégrés à des modèles de propagation de chocs afin d'évaluer comment, dans ce cas, un choc peut être amplifié, ou au contraire atténué, par le biais d'exposition aux fonds d'investissements (voir Encadré 9).

3.3.6 L'augmentation de l'endettement des SNF françaises ne se traduit pas par une hausse de l'exposition à l'actif des fonds français

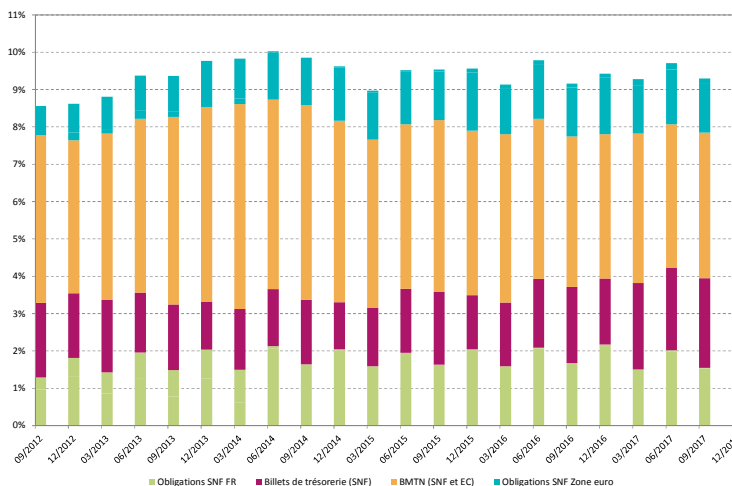
La période prolongée de taux bas a conduit de nombreuses entreprises à emprunter sur les marchés, et le HCSF s'est inquiété non seulement du risque de surendettement des sociétés non financières (SNF) françaises, mais aussi des vulnérabilités qu'un excès d'endettement pourrait faire peser sur l'industrie de la gestion d'actifs. L'AMF a donc souhaité estimer l'exposition des fonds français à la dette des SNF françaises.

¹²⁹ Moody's estime qu'une soixantaine de fonds monétaires (sur 1 091 fonds monétaires) analysés ont bénéficié d'un soutien à travers le monde. Voir Moody's Investors service (2016), "Basel Committee Seeks To Capture "Step- In" Risk Involved In Asset Management Activities, More Capital Charges Ahead", avril.

¹³⁰ Un organisme de placements collectif en valeurs mobilières (OPCVM), un fonds d'épargne salariale ou un fonds de fonds alternatifs ne peuvent investir plus de 10 % de leurs actifs dans des valeurs mobilières ou des instruments du marché monétaire émis par la même entité. Pour les fonds d'investissement à vocation générale ou les fonds professionnels à vocation générale, le ratio d'emprise par émetteur est élargi à respectivement 20 % et 35 %.

¹³¹ Afin d'apprécier l'importance de ces expositions, nous les rapportons à l'actif consolidé de ces groupes.

Graphique 66 : Structure de l'exposition des fonds français à la dette des SNF



Source : Banque de France/AMF (CLA01)

Une exposition des fonds à la dette des SNF françaises et de la zone euro stable depuis 2013, en deçà de 11 %

Deux sources de données ont été utilisées pour réaliser l'estimation : l'une considérant l'actif agrégé des fonds français par grande famille de titres et l'autre détaillant l'actif des fonds ligne à ligne. Malgré quelques différences en termes de périmètre et de granularité, les résultats obtenus sont concordants. Il ressort que l'exposition directe de l'actif des fonds français à la dette des sociétés non financières françaises est relativement stable depuis 2012 (elle représente environ 8 % de l'actif total)¹³². En ajoutant les obligations des SNF de la zone euro, l'exposition reste en deçà de 10 % de l'actif. Sur un encours de titres de dettes de SNF françaises de 620 milliards d'euro à fin 2017, on estime que les fonds français en détiennent directement moins de 120 milliards. On peut par ailleurs estimer la détention indirecte de titres de SNF (via d'autres fonds) à environ 1 % de l'actif des fonds, ce qui impliquerait une exposition totale (directe et indirecte) des fonds français à la dette des SNF (françaises et de la zone euro) à moins de 11 % de l'actif.

L'exposition directe est, bien entendu, variable selon les catégories de fonds, les plus exposés étant les fonds monétaires (20,1 % pour les monétaires court terme, 15,7% pour les monétaires classiques), les fonds obligataires (13,6 % pour les fonds obligations euro) et les fonds de capital-risque (15,9 %).

¹³² L'exposition directe des fonds à la dette des SNF prend en compte les obligations (créances à long terme), les billets de trésorerie (dette court terme) et les BMTN (bons à moyen terme négociables). Les chiffres mentionnés ici sont des majorants, dans la mesure où les données disponibles ne permettent pas de distinguer les BMTN émis par des établissements de crédits (EC) de ceux émis par les SNF.

3.4 LE MARCHÉ DES FONDS MONÉTAIRES EUROPÉENS EN ATTENTE DE L'APPLICATION DU NOUVEAU RÈGLEMENT

3.4.1 Une polarisation du marché par zone qui fait craindre une concentration géographique du risque

Le marché des fonds monétaires est concentré au niveau international autour de trois pôles principaux représentant 89 % des 4 919 milliards d'euros d'encours mondiaux (hors fonds de fonds)¹³³ : les États-Unis, le pôle européen (Irlande, France et Luxembourg) et la Chine. En 2018, chaque pôle dispose désormais d'une réglementation venant répondre aux recommandations internationales de 2012¹³⁴, en renforçant les exigences de gestion de liquidité de ces véhicules.

Les fonds monétaires américains continuent de représenter la majorité des encours mondiaux (48 % avec 2 374 milliards d'euros d'encours), mais leur part de marché et leurs encours étaient en baisse annuelle fin 2017 (respectivement -6 et -8 %). À la suite de la mise en œuvre de la réforme des fonds monétaires américains en octobre 2016¹³⁵, la transformation rapide des fonds monétaires *prime* (fonds à valeur liquidative variable et proposés aux institutionnels) en fonds gouvernementaux (fonds monétaires à valeur liquidative constante, qui bénéficient de moindres contraintes en matière à la fois de gestion de la liquidité et de restrictions de sortie) semble s'être stabilisée : en février 2018, les fonds monétaires américains à valeur liquidative constante, qui demeurent davantage vulnérables au risque de rachats simultanés, représentent 74 % des encours.

En parallèle, la croissance fulgurante du marché chinois est notable, avec une augmentation des encours de 47 % en 2017, tirée par une collecte record de 368 milliards d'euros¹³⁶. Les fonds monétaires chinois représentent désormais 17,5 % des encours mondiaux, avec 863 milliards d'euros. Enfin, le pôle européen, constitué de l'Irlande, du Luxembourg et de la France, représente 23 % des encours mondiaux avec 1 143 milliards d'euros fin 2017. Cette polarisation par zone économique peut faire craindre un double risque. Tout d'abord, la concentration du secteur au sein de fonds à encours importants : au premier trimestre 2018, un fonds monétaire chinois dépasse 200 milliards d'euros d'encours et deux fonds monétaires américains rassemblent chacun plus de 100 milliards d'euros d'actifs¹³⁷. Cependant, ce risque est diminué par les contraintes existantes dans chaque zone en matière de diversification et d'emprise des portefeuilles. Le second risque est de voir des fonds monétaires concentrer le service des besoins en financement à court terme d'autres zones géographiques, s'accompagnant d'une consolidation des encours dans des fonds très importants et très interconnectés avec le reste du système financier (voir partie précédente). Ce risque semble principalement européen et limité pour la France. En effet, si les fonds monétaires irlandais et luxembourgeois sont vendus majoritairement à des investisseurs domiciliés en dehors de la zone euro (respectivement

¹³³ EFAMA *International Statistical Report Q4 2017*.

¹³⁴ OICV (2012), "*Policy Recommendations for Money Market Funds*".

¹³⁵ Voir SEC (2014), "*Amendments to Securities and Exchange Commission (SEC) rule 2a-7*" et encadré 9 de la cartographie des risques 2017 pour une analyse de l'évolution de marché suite à cette réforme.

¹³⁶ La Chine a également introduit en décembre 2015 de nouvelles contraintes de gestion de la liquidité pour les fonds monétaires chinois, qui comprennent un encadrement de l'échéance moyenne pondérée, de la durée de vie moyenne pondérée et de la diversification des portefeuilles, ainsi que l'introduction de commissions de liquidité et de restrictions de sortie.

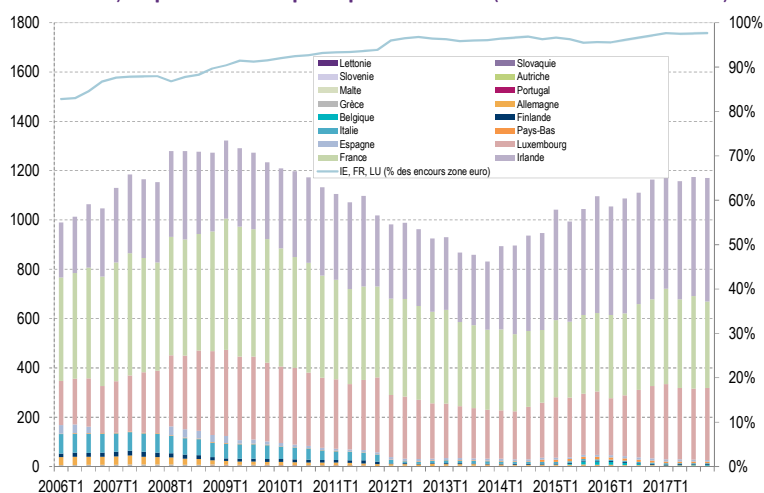
¹³⁷ Au premier trimestre 2018, un fonds monétaire chinois (Yue Bao Money market, 205 milliards d'euros d'encours), et deux américains (JP Morgan US Government Money market fund et Fidelity Government cash reserves, respectivement 110 milliards d'euros chacun). Le premier fonds européen est le 10^e en matière d'encours sous gestion, le luxembourgeois JP Morgan Liquidity Funds, un fonds en dollars avec 74 milliards d'euros d'encours.

82 % et 68 % fin 2017, des chiffres stables depuis 2010), en raison de leur offre de fonds monétaires libellés en monnaies étrangères, les fonds monétaires français sont principalement investis par les résidents de la zone euro (à 98 %). Parmi ceux-ci, on observe une évolution de la part des détentions d'investisseurs français, qui était stable autour de 95 % en moyenne depuis 2006. En deux ans, la détention par les investisseurs nationaux a diminué de dix points au profit des détentions d'institutions financières de la zone euro, qui atteignent 12 % en fin d'année 2017 (4 % fin 2014)¹³⁸. Au regard de la baisse des autres marchés de fonds monétaires en euro, l'attrait des fonds monétaires français semble donc s'être renforcé auprès des investisseurs de la zone euro.

3.4.2 En Europe, un attentisme des gérants avant l'entrée en application du nouveau règlement

La concentration du marché européen autour des trois marchés irlandais, luxembourgeois et français, a atteint un nouveau point haut : leurs fonds monétaires représentent 98 % des encours de la zone euro en fin d'année 2017 (Graphique 67). Les autres pays de la zone euro qui avaient développé cette activité ont vu leur marché décliner peu à peu - seuls les Pays-Bas, l'Espagne ou l'Italie (7,1, 6,3 et 4,2 milliards d'euros d'encours respectivement fin 2017) maintiennent un marché national représentant ensemble 1,5 % des encours de la zone euro, bien que tous en décroissance en 2017.

Graphique 67 : Évolution des encours des fonds monétaires de la zone euro, par pays (en milliards d'euros) et part des trois principaux marchés (en % de l'encours total)



Source : Banque de France

Les encours de la zone euro, après trois années de croissance, ont stagné en 2017 (+ 0,6 % de croissance sur l'année) : si les fonds irlandais ont continué de croître (+3,2 %), les fonds français et luxembourgeois ont vu leurs encours diminuer (-0,2 % et -0,4 % respectivement). Le contexte de taux, qui demeurent très bas, continue de peser sur la rentabilité des fonds monétaires, dont les performances annuelles européennes ont atteint le point bas de -0,3 % en fin d'année 2017. À ce contexte s'ajoute l'attente de la mise en application du nouveau règlement européen, qui viendra renforcer la solidité du secteur, par la mise en place de nouvelles contraintes en matière de diversification et

¹³⁸ Les détentions par des investisseurs en dehors de la zone euro demeurant marginales, 2 % en fin d'année 2017.

d'emprise à l'actif, de gestion du risque de liquidité et de crédit¹³⁹, complétées de *stress tests* pouvant entraîner un plan d'action en cas de vulnérabilité observée, ainsi que d'un *reporting* régulier et complet au régulateur¹⁴⁰. Cependant certaines d'entre elles pourront être coûteuses pour les gérants (nouveau *reporting*, connaissance du passif, évaluation indépendante du risque de crédit par exemple). Ainsi, il est plausible que la concentration du marché, géographique mais également au sein de fonds à encours importants, se poursuive en Europe afin de bénéficier de rendements d'échelle.

Un règlement européen qui va transformer le marché des fonds monétaires en profondeur

La mise en application totale du règlement européen est programmée pour janvier 2019 au plus tard¹⁴¹, avec un changement de marché à attendre. Si le règlement a souhaité conserver les types de fonds monétaires existants (CNAV et VNAV)¹⁴², les fonds qui veulent utiliser la méthode du coût amorti, qui permet l'affichage d'une valeur constante de la part de fonds (anciens CNAV), doivent désormais : soit être investis à hauteur de 99,5 % dans de la dette publique européenne ou de pays tiers (CNAV de dette publique) soit se transformer en fonds hybride « à faible volatilité » (LVNAV), nouveau modèle introduit par le règlement¹⁴³. Dans tous les cas, les fonds LVNAV et CNAV de dette publique doivent remplir les conditions des fonds monétaires à court terme¹⁴⁴.

La finalisation des actes délégués vient préciser certaines dispositions du règlement¹⁴⁵. Si certains points de ces actes délégués sont de nature à diminuer les risques des nouveaux fonds monétaires européens, plusieurs dispositions nécessitent une certaine vigilance.

Des stress tests permettant une meilleure appréciation du risque au niveau micro, mais pas macro

Tout d'abord, la collecte d'un nouveau *reporting* complet, mise en place à partir de l'automne 2019, pourra être l'occasion de mieux surveiller ces fonds, à l'aide d'informations nouvelles sur leur passif, 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 pousser à la diminution du risque de concentration des investisseurs, et de mouvements de rachats non anticipés. Cette amélioration de la compréhension de l'évolution du fonds en cas de mouvement adverse sera également complétée par les *stress-tests* au minimum

¹³⁹ 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.

¹⁴⁰ 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.

¹⁴¹ Tout nouveau fonds monétaire créé depuis l'entrée en vigueur du règlement en juillet 2017 devra s'y conformer au 21 juillet 2018, et les fonds qui existaient préalablement devront s'y conformer le 21 janvier 2019 au plus tard.

¹⁴² Jusqu'à la mise en place du nouveau règlement européen, les deux types de fonds monétaires sont 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.

¹⁴³ Leur caractère hybride est motivé par leur possible transformation, en cas d'éloignement répété de leur valeur liquidative constante par rapport à leur valeur liquidative de marché (*shadow nav*), en fonds à valeur liquidative variable.

¹⁴⁴ 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.

¹⁴⁵ Les actes délégués concernent les critères de validation des méthodes d'évaluation du risque de crédit, qui sera désormais internalisée et effectuée par la société de gestion ; les exigences de liquidité et de risque de crédit du collatéral utilisé lors des prises en pension ; le modèle du *reporting* trimestriel et les paramètres et scénarios des *stress tests*. Voir ESMA (2017), « Final Report - Technical advice, draft implementing technical standards and guidelines under the MMF Regulation », novembre.

semestriels, qui doivent prendre en compte des variations du niveau de liquidité, de crédit des actifs détenus, mais aussi des mouvements de rachats ou d'autres chocs macroéconomiques. Leurs résultats devront entraîner un plan d'action en cas de vulnérabilité observée le cas échéant. Déjà imposées par les directives OPCVM ou AIFM (encadrant les précédents fonds monétaires)¹⁴⁶, ces simulations imposées aux fonds monétaires sont désormais définies au niveau européen et les résultats devront être transmis aux régulateurs. Cependant, si les lignes directrices sont définies par l'ESMA de manière annuelle¹⁴⁷, il est regrettable que les scénarios proposés ne comprennent pas encore une ou plusieurs simulations semblables pour tous les fonds européens, afin de permettre une exploitation simultanée des résultats de ces *stress tests* à l'échelle de l'ensemble du marché dans une logique de macro *stress-tests* « *bottom-up* » (Encadré 9).

**Vigilance européenne
sur le recours à la
destruction de parts
pour les CNAV**

Un autre point de vigilance concerne la destruction de parts des fonds à valeur liquidative constante. À la différence des fonds à valeur liquidative variable, où celle-ci reflète à chaque instant la performance du fonds, les fonds CNAV maintiennent leur valeur par part stable. Pour maintenir la valeur de la part à un niveau inchangé, 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 de la valeur de marché des actifs du fonds ou de retraits massifs, dès lors que le mécanisme de linéarisation atteint ses limites, le fonds peut décoter de manière brutale, mécanisme observé durant la crise financière. En effet, si la valeur constante par part s'éloigne de manière matérielle de la valeur de marché par part, alors les fonds à valeur constante doivent basculer en fonds à valeur liquidative variable (les fonds LVNAV devront par exemple basculer en fonds VNAV si cet écart est de 20 points de base). Cependant, il apparaît que depuis quelques années, de nombreux fonds CNAV, libellés dans des devises caractérisées par des taux négatifs du marché monétaire, se sont mis à recourir à la destruction de parts afin de compenser ces taux négatifs. Cette pratique consiste à supprimer des parts pour refléter une destruction de valeur à l'actif du portefeuille. L'absence de transparence de cette pratique, pour la surveillance de ce segment de marché mais également pour les investisseurs qui n'ont pas de vision sur la valeur de conversion de leur part, est de nature déstabilisatrice. Elle maintient par ailleurs une prime au premier sortant, que le règlement monétaire encadre désormais. Elle permet également un contournement du mécanisme des LVNAV ou encore de l'obligation d'information des porteurs. Cette pratique a ainsi été dénoncée par la Commission européenne, qui la qualifie de non conforme au règlement européen¹⁴⁸. Il faudra ainsi veiller, au niveau européen, au respect par les fonds de cette interdiction, qui permet l'information et une égalité de traitement des investisseurs, ainsi que d'assurer une bonne appréciation du risque.

¹⁴⁶ 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.

¹⁴⁷ Voir ESMA (2018), « Orientations - Orientations relatives aux scénarios de simulations de crise au titre de l'article 28 du règlement sur les fonds monétaires », mars.

¹⁴⁸ Lettre officielle de la Commission européenne au président de l'ESMA disponible sur le site de l'ESMA et de la Commission européenne. Voir <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/european-commission-letter-money-market-fund-regulation>

3.4.3 Un modèle français de financement à court terme de l'économie sous pression

À la suite de l'entrée en application du règlement, le marché français, qui ne comportait que des fonds VNAV, va s'ouvrir à des fonds à valeur liquidative constante, qui malgré le règlement européen demeureront davantage exposés au risque de rachats simultanés que les fonds monétaires à valeur liquidative variable¹⁴⁹. L'ampleur de ce développement et son impact sur la protection des investisseurs semblent à ce stade difficiles à évaluer. Cependant, il est possible d'anticiper une transformation du modèle de financement du marché.

*Un marché du
financement court
terme en risque de
déstabilisation*

Le modèle français se caractérise par un fort financement de l'économie nationale et européenne par les fonds monétaires (36 % du portefeuille titre est placé en France, 25 % dans le reste de la zone euro), à la différence des fonds monétaires irlandais et luxembourgeois, investis respectivement à 70 et 61 % en-dehors de la zone euro fin 2017. Cette caractéristique est également liée au développement important du marché français de titres négociables à court et moyen terme, qui permet de diversifier les sources de financement des émetteurs¹⁵⁰. Le marché français rassemble 365 émetteurs¹⁵¹, avec un encours d'émissions de 281 milliards d'euros à court terme (moins d'un an) et 55 milliards d'euros à moyen terme fin mars 2018. Le marché français représente ainsi 80 % des encours à court et moyen terme au sein de la zone euro, avec des émissions effectuées majoritairement par des émetteurs domiciliés en France (82 %). Ces encours importants mettent en lumière l'importance de ce mécanisme de financement pour les émetteurs bancaires (77 % des encours), pour lesquels l'équilibre actuel des besoins de financement est assuré, côté demande, par les fonds monétaires français. Toute évolution de marché qui aurait un impact sur les achats des fonds monétaires pourrait donc affecter le financement de l'économie française à court terme.

*Les fonds monétaires
français subissent
l'attentisme des
investisseurs et des
performances
négatives en 2017*

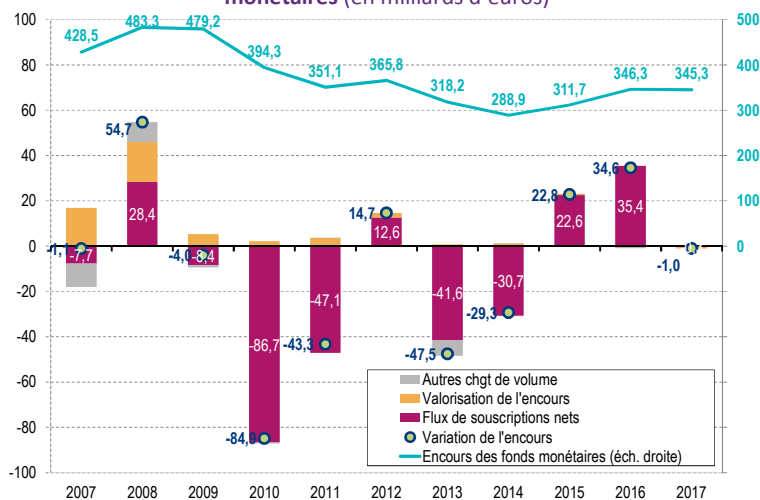
En 2017, les fonds français ont subi cette période de transition vers l'application du nouveau règlement (Graphique 68). La nécessité de nouvel agrément (pour les fonds nouveaux) ou l'obtention d'un agrément supplémentaire (pour les fonds existants) a généré un attentisme de la part des gérants. La collecte légèrement négative (-251 M€), qui s'ajoute à une valorisation négative (-787 M€), se traduit par une baisse de l'actif net des fonds monétaires français à 345 milliards d'euros en fin d'année 2017. Leur performance, négative depuis février 2017, n'a par ailleurs cessé de diminuer pour atteindre le point bas de -0,25 en rythme annuel en février 2018, ce qui peut expliquer en partie la frilosité des investisseurs.

¹⁴⁹ Le CERS souligne notamment, dans une publication récente, que les CNAV demeurent plus exposés au risque de transformation de liquidité. Voir CERS (2017), « *EU Shadow banking monitor n°2* », mai. En outre, les recommandations du CERS suite à la crise financière invitaient la législation à exiger des fonds monétaires qu'ils présentent une valeur liquidative variable – voir CERS (2013), « *Recommandation du Comité européen du risque systémique du 20 décembre 2012 concernant les organismes de placement collectif monétaires* », 2013/C 146/01.

¹⁵⁰ L'avantage de ce marché par rapport aux autres marchés de titres courts est de permettre de créer des titres en temps réel, qui peuvent être admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, de manière transparente (diffusion des documentations financières des émetteurs, de statistiques et d'études périodiques sur les évolutions du marché).

¹⁵¹ À fin avril 2018, on recense 216 émetteurs financiers, 120 émetteurs non financiers et 29 émetteurs publics, liste disponible sur le site de la Banque de France. Voir <https://www.banque-france.fr/politique-monetaire.html>

Graphique 68 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la valorisation des fonds monétaires (en milliards d'euros)



Source : Banque de France

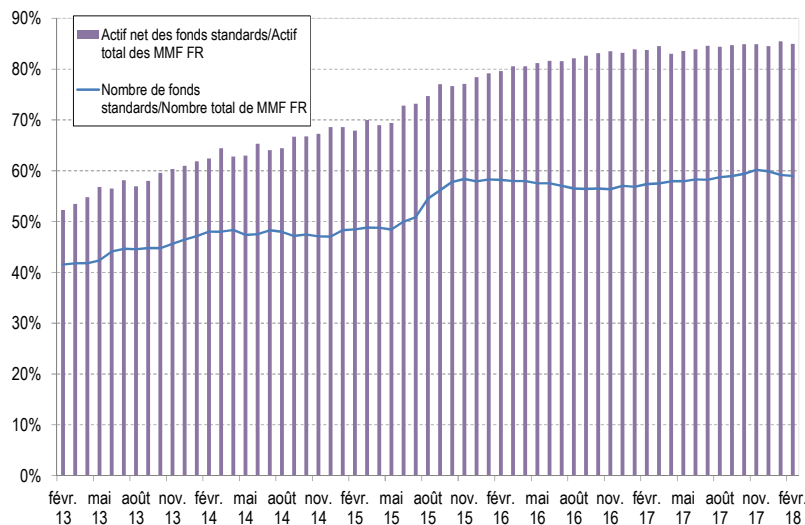
Une moindre recherche de rendement et donc une moindre prise de risque, malgré des performances négatives

La seconde phase de baisse des taux monétaires depuis 2012 a entraîné la diminution drastique du nombre de fonds monétaires court terme, qui ont plus de difficulté à obtenir des rendements lorsque les taux sont bas. Le nombre de fonds monétaires a été divisé par deux depuis fin 2012, en partie tiré par une baisse de 64 % du nombre de fonds monétaires court terme (Graphique 69)¹⁵². Durant cette période, si les encours des fonds monétaires français sont revenus au même point (-2 %), les encours des fonds monétaires court terme ont reculé de 71 % (54 milliards d'euros en février 2018), alors que ceux des fonds standards augmentaient de 67 % (304 milliards d'euros, soit 85 % des encours de fonds monétaires français). Ce mouvement a également entraîné la concentration des fonds monétaires, uniquement tirée par les fonds standard qui sont passés de 1,1 à 2,37 milliards d'euros d'actif net moyen de fin 2012 à février 2018¹⁵³.

¹⁵² Les fonds à court terme ont des contraintes supplémentaires en matière d'échéance moyenne pondérée (WAM), qui ne doit pas excéder 60 jours (6 mois pour les fonds monétaires standard) et de durée de vie moyenne pondérée (WAL), qui doit être inférieure à 120 jours (12 mois pour les standards). Leurs exigences de maturité des titres éligibles à l'actif du portefeuille sont donc différentes.

¹⁵³ Dans le même temps, les fonds monétaires court terme sont passés de 740k à 600k euros d'actif net moyen.

Graphique 69 : Évolution de la part des fonds standards dans le total des fonds monétaires français (en %)



Source : Banque de France.

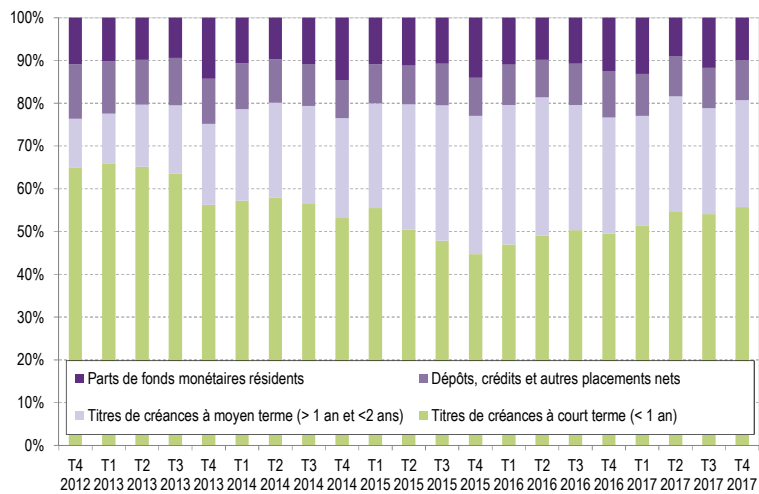
Ce mouvement de marché coïncide également avec l'augmentation rapide de la durée initiale des émissions de court terme bancaires, passant d'une moyenne de maturité de 24,5 jours entre 2007 et 2012 à 94 jours depuis (112 jours en 2017), en raison de l'impact de la régulation prudentielle. Cette offre de titres de maturité supérieure avait entraîné une augmentation de la détention de titre de créances de maturité supérieure à un an (tout en restant inférieure à 2 ans, compte tenu des contraintes réglementaires), atteignant un point haut de 33 % du portefeuille des fonds monétaires français au premier trimestre 2016, alors que les titres de maturité inférieure à un an représentaient 47 % de leur portefeuille.

Cependant, en 2017, les fonds français sont revenus vers une stratégie de baisse des maturités de leur portefeuille, avec une remontée des titres de créance de moins d'un an à 56 % de leur portefeuille (+7 pts sur un an) et une baisse des titres de long terme à 25 % (-2 pts). Malgré la prévalence des fonds standards, cette moindre prise de risque est étonnante dans un contexte de rendements et de taux négatifs¹⁵⁴. Une modélisation récente du comportement des fonds monétaires en régime de taux bas indique une piste d'explication : lorsque les taux diminuent, plutôt que de chercher le rendement, tous les fonds monétaires diminuent leurs détentions d'actifs risqués afin de conserver un coussin d'actifs sûrs pour maintenir leur probabilité de défaut à un niveau d'équilibre¹⁵⁵.

¹⁵⁴ L'indice Euribor 6 mois est négatif depuis novembre 2015, il se situe à -0,27 en moyenne sur le premier trimestre 2018.

¹⁵⁵ Analyse empirique et théorique effectuée sur tous les fonds monétaires américains durant la période 2002-2008. Une baisse du taux sans risque de 1 % entraîne une diminution de la détention d'actifs risqués de 0,25 %. Une remontée des taux entraîne par contre une bifurcation des comportements selon leur coût de défaut, c'est-à-dire leur propension à avoir un impact sur les autres fonds détenus par la société de gestion (encours du fonds monétaire sur l'encours total de la société de gestion). Ceux qui ont des coûts de défaut faibles prennent plus de risques, tandis que ceux qui ont des coûts de défaut élevés en prennent moins. G. La Spada (2015) "Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds", Federal Reserve Bank of New York Staff Report 753, décembre, révision en janvier 2017.

Graphique 70 : Évolution de la détention de titres par les fonds monétaires français selon la maturité des titres détenus (en %)



Source : Banque de France.

CHAPITRE 4 : L'ÉPARGNE DES MÉNAGES FRANÇAIS

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

4.1.1 Une structure du patrimoine relativement stable depuis 2010...

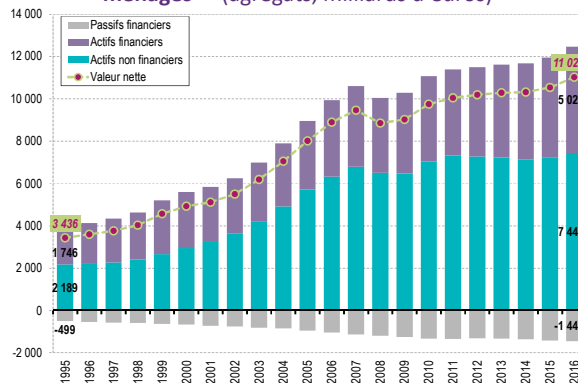
Le patrimoine net des ménages se décompose schématiquement en trois postes distincts :

Les actifs financiers oscillent autour de 40 % de l'actif brut des ménages depuis 2001

- l'actif financier (les comptes bancaires, assurance 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).

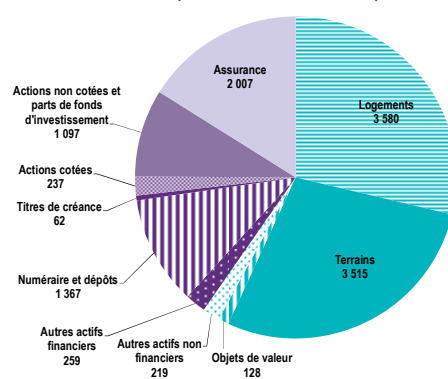
L'Insee établit les comptes de patrimoine des ménages français avec un décalage d'une année. Les dernières données publiées correspondent à la structure du patrimoine à fin 2016. L'actif des ménages représentait alors 12 470 milliards d'euros (+4,3 % par rapport à 2015), pour un passif estimé à 1 444 milliards d'euros (+1,7 % par rapport à 2015).

Graphique 71 : Décomposition du patrimoine des ménages¹⁵⁶ (agrégats, milliards d'euros)



Source : Insee, Comptes de patrimoine des ménages (22/12/2017)

Graphique 72 : Structure de l'actif des ménages à fin 2016 (en milliards d'euros)



À fin 2016, l'actif financier (brut) des ménages atteignait 5 028 milliards d'euros, une valeur en hausse de 5,9 % par rapport à 2015. L'actif non financier n'a augmenté pour sa part que de 3,1 % depuis 2015.¹⁵⁷

¹⁵⁶ Les ménages sont ici entendus comme comprenant les entreprises individuelles mais non pas les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

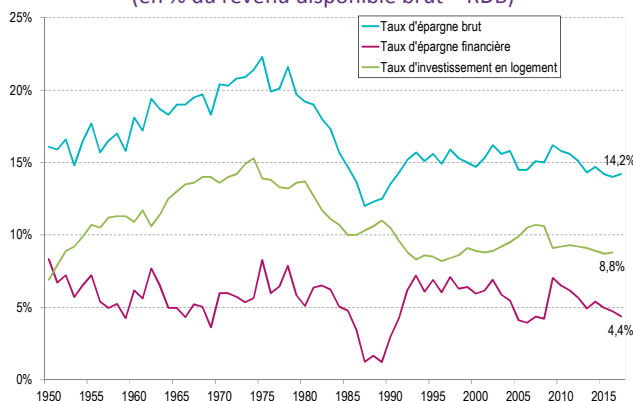
¹⁵⁷ Les dernières données disponibles permettant une comparaison internationale de l'actif brut financier et non financier des ménages européens datent de 2014 (*Household Finance and Consumption Survey*). L'étude d'Arrondel et al. (2016) en présente les statistiques descriptives : l'immobilier (résidence principale ou secondaire) représente 61 % du patrimoine des ménages allemands, contre 77 % pour les ménages espagnols et italiens et plus de 80 % pour les ménages luxembourgeois. Selon cette source, la part de l'immobilier dans le patrimoine des ménages français est de deux tiers. Cf. Arrondel, Luc, Laura Bartiloro, Pirmin Fessler, Peter Lindner, Thomas Y. Mathä, Cristiana Rampazzi, Frédérique Savignac, Tobias Schmidt, Martin Schürz and Philip Vermeulen (2016). How Do Households Allocate Their Assets? Stylized Facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. *International Journal of Central Banking*, 12(2): 129-220

4.1.2 ... mais un taux d'épargne financière sous la moyenne des 20 dernières années

En 2017, le taux d'épargne des ménages français¹⁵⁸ s'établit à 14,2 % du revenu disponible brut (RDB)¹⁵⁹, en léger rebond par rapport à 2016, mais toujours en deçà de la moyenne observée depuis les années 1990 (cf. Graphique 73). En 2017, le taux d'épargne financière¹⁶⁰ des ménages est en léger recul, à 4,4 %, au voisinage des points bas observés entre 2005 et 2008.

En 2016, le taux d'épargne financière avoisinait les plus bas depuis 1992

Graphique 73 : Taux d'épargne brut 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 2017

4.1.3 Détention d'épargne financière par les ménages

4.1.3.1. Structure globale de l'épargne financière

Les comptes nationaux financiers (établis par la Banque de France) permettent d'étudier spécifiquement les ménages français à l'exclusion des entrepreneurs individuels.¹⁶¹ C'est ce périmètre qui est retenu dans l'analyse qui suit. Il est par ailleurs possible, depuis 2018, de distinguer l'assurance vie proprement dite des droits à retraite et autres fonds de pension.

Les flux d'épargne financière des ménages sur les principaux supports¹⁶² représentaient 97 milliards d'euros en 2017 (en progression de 10 milliards d'euros par rapport à 2016, Graphique 74).

¹⁵⁸ Y compris entrepreneurs individuels.

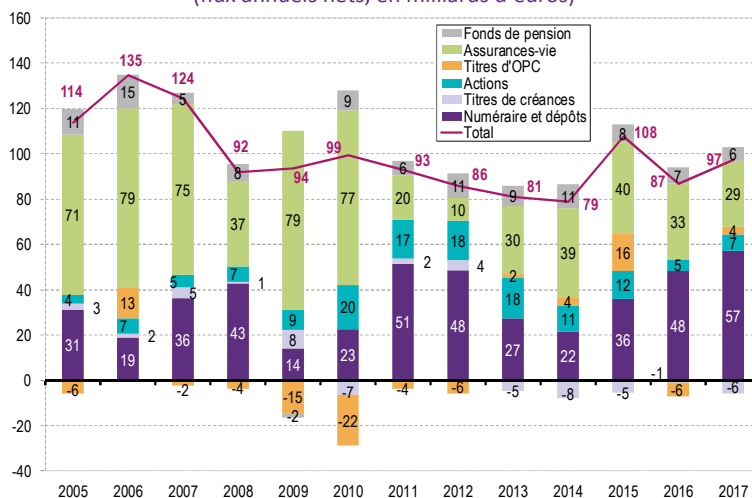
¹⁵⁹ Le revenu disponible brut (RDB) des ménages comprend « l'ensemble des revenus d'activité, des revenus du patrimoine et les prestations sociales, auxquels sont soustraits les impôts directs et les cotisations sociales » (INSEE).

¹⁶⁰ 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.

¹⁶¹ Les chiffres repris dans les publications de la Banque de France considèrent généralement une définition plus large des ménages, incluant les particuliers, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM). Cette différence de périmètre explique les éventuels écarts avec les chiffres présentés ici.

¹⁶² 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 pas pris en compte dans l'analyse. Lorsqu'on considère l'ensemble des

Graphique 74 : Principaux flux de placements financiers nets des ménages
(flux annuels nets, en milliards d'euros)



Source : Banque de France¹⁶³, comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF

*L'épargne bancaire
(à un plus haut
historique) et
l'assurance vie
continuent de
capter les flux
d'épargne des
ménages*

En 2017, ce sont 57,1 milliards d'euros que les ménages français ont placé sur le numéraire et les dépôts bancaires. La tendance marquée à la concentration des flux d'épargne sur les placements bancaires se poursuit. Il s'agit là de la plus forte collecte sur ce type de supports depuis 1995. L'assurance vie reste la deuxième destination privilégiée de l'épargne financière des ménages avec une collecte nette de 28,8 milliards d'euros en 2017, même si l'on observe un recul régulier depuis 2015.

*Les actions cotées
détenues en direct
sont en décollecte
nette.*

Le taux de détention d'actions en direct s'établit à 7,5 % d'après l'enquête Kantar TNS menée en mars 2018¹⁶⁴. Ce taux confirme la hausse observée en 2017 par rapport à 2016 (7,6 % contre 6,2 %). Les flux d'épargne sur les actions en direct sont globalement positifs en 2017 (+7,3 milliards d'euros), mais ce résultat agrégé cache en réalité une décollecte nette de 4,1 milliards d'euros sur les actions cotées et des flux positifs sur les actions non cotées (+4,1 milliards d'euros) et sur les autres participations (+7,3 milliards d'euros), ces deux postes correspondant presque intégralement à des parts de SARL détenues par les ménages. La Banque de France relève toutefois une augmentation du nombre de plans épargne action (PEA) bancaires au quatrième trimestre 2017 (+167 490 plans), après une baisse presque continue depuis le quatrième trimestre 2014 (début de la série). L'encours de ces plans atteint pour sa part 92,8 milliards d'euros à fin 2017. Toutefois, il peut être craint que les produits jugés risqués, comme les actions, soient moins vendus à l'avenir. Pour se voir proposer un produit, le client doit présenter un profil en adéquation avec le marché cible défini dans la documentation réglementaire depuis l'instauration de MIF2. Il ne faudrait pas qu'une lecture trop stricte des textes empêche certains épargnants, en quête de diversification par exemple, d'investir en actions.

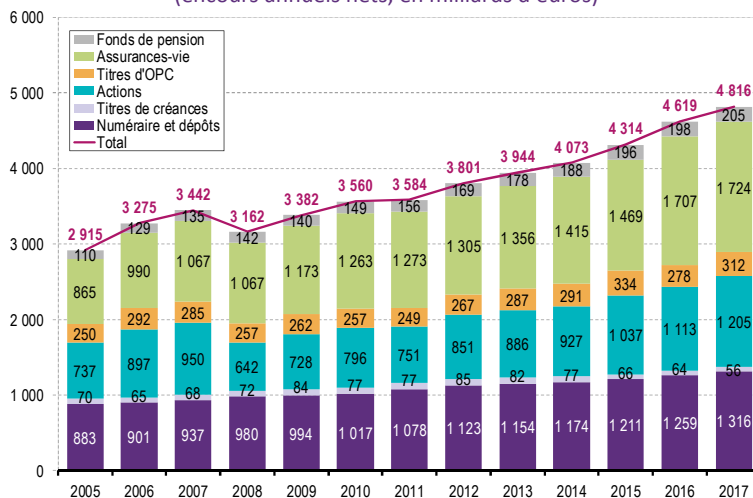
actifs et passifs financiers, l'épargne financière nette des ménages (flux) s'établit à 57,3 milliards d'euros en 2017.

¹⁶³ NB : Les données relatives au patrimoine financier des ménages sont issues des comptes nationaux financiers diffusés par la Banque de France, et font l'objet de révisions régulières : 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 définitives. Ces révisions expliquent les écarts observés par rapport aux Cartographies des années précédentes.

¹⁶⁴ Enquête annuelle menée par voie postale qui interroge un échantillon panélisté de plus de 12 000 français de 15 ans et plus sur leur détention de produits financiers.

L'encours cumulé des principaux postes de l'actif financier des ménages représente 4 816 milliards d'euros à fin 2017, soit 197 milliards d'euros de plus que l'année dernière. En 2017, l'effet de valorisation a permis une augmentation de l'actif des ménages de 92,3 milliards d'euros, principalement grâce aux titres d'organismes de placement collectif (OPC) et aux actions (+28,2 milliards pour les OPC non monétaires, +27,6 milliards pour les actions cotées, +47,3 milliards pour les actions non cotées). L'assurance vie (fonds euro et unités de compte) a en revanche pâti d'un effet de valorisation négatif (-12,6 milliards d'euros) (Graphique 75).

Graphique 75 : Principaux encours financiers nets des ménages
(encours annuels nets, en milliards d'euros)



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

4.1.3.2. Un retour en force des placements à vue

Les flux d'épargne bancaire des ménages sont en hausse constante depuis 2014. Il y a quatre ans, les supports bancaires avaient bénéficié d'une collecte nette de 21,6 milliards d'euros, contre 57,6 milliards en 2017 (Graphique 76).

La monnaie fiduciaire (billets et pièces) représente un flux d'épargne relativement stable depuis 2005, compris entre 2,6 et 5,3 milliards d'euros par an.

Les 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) ont enregistré un flux de collecte record en 2017 (+30,5 milliards d'euros).

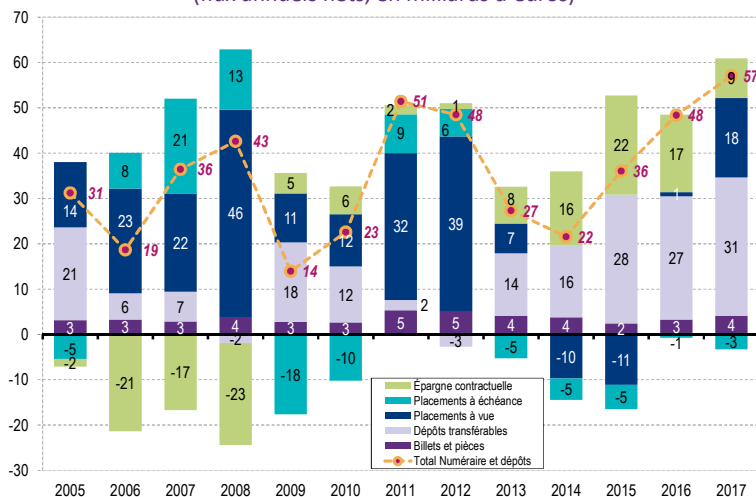
Les placements à vue (livrets A, etc.) bénéficient d'un regain d'attrait

Les ménages ont versé 17,5 milliards d'euros sur les placements à vue (livrets A, livrets bleus, livrets de développement durable et solidaire, livrets d'épargne populaire, livrets jeunes, comptes d'épargne-logement et comptes sur livret soumis à l'impôt). Ces supports avaient été en décollecte nette en 2014 et 2015 et n'avaient capté que 0,9 milliard d'euros en 2016. Il s'agit là de l'évolution la plus marquante sur les supports bancaires.

Face à l'érosion des rendements sur l'assurance vie à capital garanti (fonds euros), les produits d'épargne totalement défiscalisés ont pu bénéficier d'un regain d'intérêt.

L'épargne contractuelle (plans d'épargne logement (PEL), livrets d'épargne entreprise, plan d'épargne populaire (PEP), comptes espèces des PEA) a capté 8,8 milliards d'euros en 2017, un chiffre en net recul par rapport aux 17,1 milliards enregistrés un an plus tôt.

Graphique 76 : 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

Lors des années passées, de nombreux ménages se sont tournés vers les fonds immobiliers pour investir leur épargne¹⁶⁵, il est donc intéressant de regarder si les tendances précédemment observées se confirment en 2017.

La hausse des encours se poursuit sur les fonds immobiliers et l'épargne salariale

La valeur de marché estimée à fin 2017 pour l'actif net des fonds immobiliers – organismes de placement collectif en immobilier (OPCI), organismes de placement professionnel collectif immobilier (OPPCI) et sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) – atteint 100 milliards d'euros, en hausse de 17 milliards par rapport à fin 2016.

En un an, l'actif net des OPCI/OPPCI a crû de 24 %, passant de 45 milliards d'euros fin 2016 à 56 milliards d'euros fin 2017 (+ 11 milliards d'euros). De leur côté, les SCPI ont vu leur actif net augmenter de 6 milliards d'euros, de 43 à 49 milliards d'euros (+ 16 %).¹⁶⁶

Selon les données provisoires de l'Association française des sociétés de placement immobilier (ASPIM)¹⁶⁷, la collecte nette a également été dynamique pour les fonds immobiliers en 2017. Elle s'élève à 4,21 milliards d'euros pour les OPCI « grand public », soit une hausse de 5,5 % par rapport à 2016.

Du côté du passif des fonds, la Banque de France note que les ménages représentent 36 % des détenteurs de parts, et les compagnies d'assurances 56 % (principalement pour le compte des ménages via l'assurance vie).

¹⁶⁵ Cartographie des risques 2017, AMF, juillet 2017.

¹⁶⁶ Voir Banque de France (2017). Panorama financier des OPC France, 4^e trimestre 2016, *Stat Info*, 24 février 2017 et Banque de France (2018). Panorama financier des OPC France, 4^e trimestre 2017, *Stat Info*, 28 février 2018

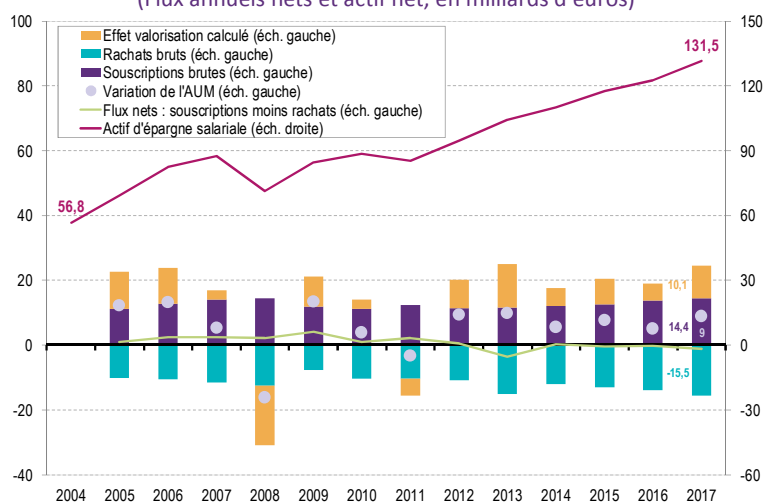
¹⁶⁷ Les SCPI et les OPCI en 2017 : encore une année record, Communiqué de presse de l'ASPIM, février 2018.

Compte tenu de la part significative de l'immobilier physique dans le patrimoine des ménages français, on peut toutefois se demander si l'engouement pour les fonds immobiliers ne fait pas peser un risque de concentration et n'expose pas davantage les ménages au potentiel retournement du marché.

Enfin, une analyse limitée au périmètre de l'épargne salariale – plans épargne entreprise (PEE), fonds d'actionnariat salarié (FAS), plans d'épargne retraite collectifs (PERCO) – permet de compléter l'étude de l'épargne des ménages français. Dans les statistiques commentées précédemment, l'épargne salariale était incluse dans les titres d'OPC (catégorie « autres fonds » de la comptabilité nationale).

Selon l'Association française de gestion (AFG), l'épargne salariale représentait un actif de 57 milliards d'euros en 2004, et de 132 milliards d'euros à fin 2017. Sur l'ensemble de la période, les rachats bruts et les souscriptions brutes se compensent presque exactement chaque année, l'évolution de l'encours serait donc quasiment exclusivement le fait des effets de valorisation. Pour autant, l'utilisation de ces données montre que le rendement moyen annuel de l'épargne salariale serait alors de l'ordre de 6 % sur la période, ce qui paraît élevé.¹⁶⁸ La hausse des encours traduit donc sans doute aussi une amélioration de la couverture de la collecte de données.

Graphique 77 : Évolution de l'actif en épargne salariale
(Flux annuels nets et actif net, en milliards d'euros)



Source : AFG, Six Financial, Europerformance.

Il faut par ailleurs noter que l'épargne salariale pourrait être dynamisée par la loi PACTE qui vise à accroître l'accès à ces dispositifs.

¹⁶⁸ D'après les indices de performance publiés par l'AFG et Europerformance, la performance annuelle moyenne des FCPE obligation entre décembre 2004 et décembre 2017 serait de 2,6 %, celle des FCPE action atteindrait 5,2 % et celle des FCPE diversifiés s'établirait à 3,6 %. La performance des FCPE monétaires n'est pas indiquée.

4.1.5 Des comportements des ménages impactés par la réforme de la fiscalité de l'épargne en France ?

La loi de finances 2018¹⁶⁹ prévoit la mise en place d'un prélèvement forfaitaire unique de 30 % (incluant les prélèvements sociaux) sur les gains et revenus du capital financier (article 28). Auparavant, l'impôt sur les revenus des capitaux mobiliers (intérêts et dividendes) ainsi que sur les plus-values mobilières, était calculé sur la base du barème progressif de l'impôt sur le revenu : la fiscalité applicable dépendait donc des revenus globaux du contribuable. Le nouveau dispositif prévoit cependant que les ménages peuvent opter pour l'imposition au barème de l'impôt sur le revenu dans le cas où il serait plus avantageux que le régime de prélèvement forfaitaire.

Dans le nouveau cadre fiscal, les livrets réglementés (livret A, livret de développement durable et solidaire, livret d'épargne populaire, livret jeune) restent exonérés de tout impôt. En revanche, les revenus des nouveaux plans et comptes épargne logement deviennent entièrement fiscalisés, donc soumis au prélèvement forfaitaire de 30 % (ces supports n'étaient auparavant soumis qu'aux prélèvements sociaux).

Enfin, le prélèvement forfaitaire de 30 % ne s'applique pas aux contrats d'assurance vie de moins de 150 000 euros, aux PEA, et aux PEA-PME, qui continuent de bénéficier d'une fiscalité dégressive avec l'âge du contrat (tout en s'acquittant des prélèvements sociaux).

Tableau 3 : Nouvelle fiscalité applicable sur les revenus du capital (en fonction de la durée de détention, notée d)

	PEA			Compte-titres	Assurance vie: cas d'un contrat souscrit après le 26 septembre 1997						
	Taux d'imposition	Taux de contributions sociales	Taux final		Taux final (y.c. CS)	versements effectués après le 27 septembre 2017			versements effectués avant le 27 septembre 2017		
						Taux d'imposition	Taux de contributions sociales	Taux final	Taux d'imposition	Taux de contributions sociales	Taux final
d < 1 an	22,50%	17,20%	39,70%	30,00%	12,80%	17,20%	30,00%	35,00%	17,20%	52,20%	
d < 2 ans											
d < 3 ans	19,00%	17,20%	36,20%	30,00%	12,80%	17,20%	30,00%	15,00%	17,20%	32,20%	
d < 4 ans											
d < 5 ans	0,00%	17,20%	17,20%	30,00%	12,80%	17,20%	30,00%	7,50%	17,20%	24,70%	
d < 6 ans											
d < 7 ans	0,00%	17,20%	17,20%	30,00%	12,80%	17,20%	30,00%	7,50%	17,20%	24,70%	
d < 8 ans											
d > 8 ans	0,00%	17,20%	17,20%	30,00%	< 150 k€: 7,50%	17,20%	24,70%	> 150 k€: 12,80%	17,20%	30,00%	

en vert: possibilité de choisir une taxation "CS + IRPP" en lieu et place du taux fixe

Source : Service-Public.fr calculs AMF.

Depuis le 1^{er} janvier 2018, le taux de prélèvements sociaux est de 17,2 % (il était de 15,5 % depuis le 1^{er} janvier 2012). Le prélèvement forfaitaire unique de 30 % correspond donc en réalité à un taux plafond libératoire de l'impôt sur le revenu de 12,8 %.

L'écart de fiscalité entre un PEA et un compte titres classique se retrouve réduit par la réforme : les PEA se retrouveraient même plus fiscalisés que les comptes titres classiques avant cinq ans de détention. Cela pourrait amoindrir les incitations à investir dans les supports éligibles au PEA relativement aux autres (i.e. titres hors Union européenne). Par ailleurs, la loi de finances 2018 a supprimé l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) pour instaurer un impôt sur la fortune immobilière (IFI), allégeant ainsi la fiscalité sur le patrimoine mobilier.

¹⁶⁹ Loi n° 2017-1837 du 30 décembre 2017 de finances pour 2018

Article 28 : https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2017/12/30/CPAX1723900L/jo/article_28

Article 31 : https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2017/12/30/CPAX1723900L/jo/article_31

Tous ces dispositifs visent à harmoniser la fiscalité de l'épargne et à encourager l'investissement en titres d'entreprises. Ils visent à corriger le biais fiscal en défaveur de l'investissement en actions.

4.2 TRANSPARENCE ET INFORMATION COMMUNIQUÉE AUX INVESTISSEURS

Afin d'assurer la protection de l'épargne investie dans les produits financiers, l'AMF veille à ce que l'information communiquée aux investisseurs soit claire, exacte et non trompeuse, ce qui permet à ces derniers de choisir de façon éclairée leurs placements. Cette transparence de l'information communiquée est notamment exigée pour les fonds d'investissement vendus aux particuliers et peut concerner l'objectif de gestion, les frais prélevés ou encore le périmètre d'investissement.

4.2.1 L'existence de fonds pseudo-actifs, si elle était avérée, remettrait en cause le caractère non trompeur de l'information délivrée aux investisseurs

Depuis le milieu des années 2000, de nombreux travaux académiques ont cherché à mesurer le caractère actif de la gestion de l'épargne investie en fonds d'investissement, notamment afin d'analyser si le degré d'activité pouvait prédire la performance future du fonds d'investissement. Par la suite, les mesures de l'activité des fonds ont parfois été utilisées pour vérifier si les fonds se déclarant activement gérés l'étaient réellement. En effet, des études empiriques ont révélé l'existence de fonds pseudo-actifs (*closet index funds* ou *closet trackers*). Il s'agit de fonds déclarant être activement gérés, alors qu'ils présentent, en réalité, des performances semblables à celles de leurs indices de référence, en termes de profil de rendement/risque, tout en prélevant un montant de frais proche de celui facturé par des fonds mettant en œuvre une gestion réellement active. Le préjudice est alors double pour l'épargnant qui a reçu une information inexacte et trompeuse et qui s'est vu facturer des frais de gestion non justifiés. Bien que la définition d'un fonds pseudo-actif semble plutôt simple, la détection de tels fonds n'est pas si aisée en pratique. En effet, à partir de quel niveau juge-t-on qu'un fonds est trop proche de son indice ? Quelle métrique utiliser pour comparer la performance du fonds à la performance de l'indice ? Quid des fonds ne déclarant pas d'indice de référence ? La complexité de la notion de fonds pseudo-actifs se reflète dans la diversité des méthodes proposées par la littérature académique pour les identifier.

La présence de fonds pseudo-actifs pénaliserait l'épargnant : en termes de frais facturés et en termes d'information trompeuse

Parmi les études empiriques qui tentent de quantifier l'activité d'un fonds, celle de Cremers et Petajisto (2009)¹⁷⁰ fait figure de référence. Les auteurs évaluent le caractère actif de la gestion grâce à deux métriques. La première, appelée *active share* calcule la déviation de la composition du portefeuille du fonds par rapport à l'indice de référence du fonds. L'*Active share* varie entre 0 et 100 %. Plus elle est élevée, plus la gestion d'un fonds sera considérée comme active. La seconde métrique est l'erreur de suivi (*tracking error* en anglais) et mesure la déviation entre le rendement du fonds et le rendement de son indice de référence. Une erreur de suivi élevée peut être révélatrice d'une gestion active.

Compte tenu du préjudice potentiel pour l'épargnant, certains régulateurs financiers se sont intéressés au sujet. Certains d'entre eux ont d'ailleurs pris des mesures contre les fonds suspectés d'être pseudo-actifs. C'est le cas du régulateur norvégien qui, en 2015, a

¹⁷⁰ Cremers, M., & Petajisto, A. (2009): "How active is your fund manager? A new measure that predicts performance", *Review of Financial Studies*, 22(9), 3329-3365.

demandé à DNB, la plus grande banque norvégienne en termes de capitalisation, de mener des actions de correction¹⁷¹. Au Royaume-Uni, une première analyse de la *Financial Conduct Authority* (FCA)¹⁷², menée sur 23 fonds d'investissement présentés comme actifs montre que 5 d'entre eux auraient en réalité un profil de fonds *closet*. Plus récemment, en mars 2018, le régulateur britannique a annoncé que les investisseurs avaient été indemnisés à hauteur de 34 millions de livres¹⁷³.

L'ESMA a également mené une étude quantitative pour identifier les fonds potentiellement pseudo-actifs parmi les fonds actions européens en s'inspirant de la méthode de Cremers et Petajisto. Les résultats publiés en février 2016 estiment la proportion de fonds suspects entre 5 et 15 % selon les critères retenus¹⁷⁴. Les fonds identifiés ont ensuite été analysés par chaque juridiction avec des critères plus qualitatifs. Concernant les fonds français identifiés, après une analyse quantitative et qualitative, l'AMF a considéré qu'ils ne pouvaient pas être qualifiés de fonds pseudo-actifs. Pour autant, cette étude ne se prononce pas sur l'absence de fonds pseudo-actifs au sein de la gestion française. Le sujet est toujours d'actualité à l'ESMA qui cherche désormais à se rapprocher des régulateurs nationaux afin de faire le bilan des initiatives individuelles.

Toutefois l'indicateur d'*active share*, mis au point par Cremers et Petajisto et utilisé par l'ESMA, comporte de nombreuses limites, notamment lorsqu'il est appliqué aux fonds européens. C'est pourquoi l'AMF a souhaité tester une méthode alternative dans une étude publiée en juillet 2018¹⁷⁵. Cette méthode est fondée sur le modèle à quatre facteurs de Fama, French et Carhart. L'estimation du modèle permet d'obtenir trois indicateurs mesurant l'activité d'un fonds. Cette étude met en exergue la diversité des méthodes pouvant être employées pour mesurer le caractère actif d'un fonds d'investissement. Cependant, aucune méthode purement quantitative n'est suffisante pour évaluer le degré d'activité d'un fonds et ne permet de faire l'économie d'une analyse plus qualitative au cas par cas.

4.2.2 Le règlement PRIIPs visait une meilleure comparabilité des produits mais se heurte à des difficultés d'application

Le règlement européen sur les documents d'informations clés relatifs aux produits d'investissement packagés de détail et fondés sur l'assurance dit « règlement PRIIPs » est entré en vigueur en janvier 2018¹⁷⁶. Il définit l'information précontractuelle à remettre aux investisseurs grand public avant la mise à disposition d'un produit d'investissement, afin qu'ils puissent comparer facilement l'offre de produits et en apprécier les principales caractéristiques au regard de leurs objectifs et besoins. Pour ce faire, le règlement met en place un document d'informations clé (DIC), dans un format standardisé. Le règlement PRIIPs s'applique à l'ensemble des produits d'investissement mis à disposition des

¹⁷¹ Finanstilsynet (2015) : « Management of equity funds-Corrective order 14/5784 », 2 mars.

¹⁷² Financial Conduct Authority (2016) : "Meeting investors' expectations Thematic Review TR16/3", avril.

¹⁷³ Communiqué de la FCA du 14/03/2018, <https://www.fca.org.uk/firms/authorised-and-recognised-funds/closet-trackers>.

¹⁷⁴ Plusieurs seuils et plusieurs indicateurs ont été testés par l'ESMA. En retenant une *active share* inférieure à 60 % et une erreur de suivi inférieure à 4 %, la proportion de fonds potentiellement pseudo-actifs s'élève à 15 %. Avec une *active share* inférieure à 50 % et une erreur de suivi inférieure à 3 %, cette proportion est de 7 %. Enfin, en retenant une *Active Share* inférieure à 50 % et une erreur de suivi inférieure à 3 % et un R² supérieur à 95 % la part de potentiels *closet trackers* tombe à 5 %.

¹⁷⁵ Fonds pseudo-actifs (*closet index funds*) : une contribution au débat en Europe, Anne Demartini et Natacha Mosson, *AMF Risques & Tendances*, juillet 2018.

¹⁷⁶ La réglementation PRIIPs est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2018 sauf pour les OPCVM produisant déjà un DICl (document d'informations clés pour les investisseurs) qui disposent d'une période de transition jusqu'au 31 décembre 2019 pendant laquelle ils continuent d'émettre obligatoirement un DICl OPCVM.

investisseurs grand public, dès lors que leur performance dépend, directement ou indirectement, partiellement ou totalement, des fluctuations du marché. Son champ d'application est donc très large et inclut notamment les fonds d'investissement (OPCVM ou FIA), les produits bancaires ou encore les contrats d'assurance vie en unités de compte.

Le DIC est né d'une idée forte, celle de réunir en un document synthétique, commun à une multitude de produits parfois très différents, les principales informations nécessaires à l'investisseur. Il a donc pour objectif d'harmoniser l'information communiquée à l'investisseur et de permettre une meilleure comparabilité entre différents produits, notamment en termes de risques, de coûts et de performance. Il doit, de plus, être rédigé dans un langage non technique afin de faciliter la compréhension des épargnants. Le règlement PRIIPs contribue donc à améliorer l'information et la compréhension des épargnants vis-à-vis des produits qui leur sont proposés.

Cependant, des difficultés de mise en œuvre ont pu être constatées. C'est notamment le cas pour les scénarios de performances futures qui pourraient être mal interprétés par les épargnants. Le DIC prévoit quatre scénarios de performances futures : un scénario favorable, un intermédiaire, un défavorable et un dit « de tensions ». Ces quatre scénarios de performances servent à illustrer le comportement du produit proposé selon différentes configurations de marché. Cependant, il est à craindre que ces scénarios de performance soient interprétés par les épargnants comme une espérance de performances futures voire un engagement de la part du gestionnaire. L'interprétation de ces scénarios peut donc s'avérer compliquée et leur contenu informationnel limité. D'autant plus que ces scénarios de performances futures peuvent générer des résultats difficilement interprétables. À titre d'exemple, un *warrant call* dont le sous-jacent est le CAC 40 affiche un rendement annuel moyen de près de -29 000 % dans le cas du scénario défavorable et un rendement annuel moyen de plus de 21 000 % pour le scénario favorable (Tableau 4).

Les scénarios de performances futures présentent dans certains cas des résultats anormalement élevés voire absurdes

Tableau 4 : Scénarios de performance d'un *warrant call* ayant comme sous-jacent le CAC 40

Investissement de EUR 10 000,00		
Scénarios		Période de référence (1 jour calendaire)
Scénario de tensions	Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts	EUR 0,00
	Rendement annuel moyen	-36 500,00 %
Scénario défavorable	Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts	EUR 2 021,55
	Rendement annuel moyen	-29 121,33 %
Scénario intermédiaire	Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts	EUR 5 896,39
	Rendement annuel moyen	-14 978,17 %
Scénario favorable	Ce que vous pourriez obtenir après déduction des coûts	EUR 15 775,63
	Rendement annuel moyen	21 081,05 %

Par ailleurs, afin d'apporter plus de transparence à l'épargnant, l'ensemble des frais à sa charge sont désormais présentés. Les coûts supportés par l'épargnant sont classés dans trois catégories : les coûts uniques comprenant les frais d'entrée et de sortie, les coûts récurrents comprenant les coûts de transaction et les autres frais de gestion et les coûts variables au sein desquels figurent notamment les commissions de surperformance. La présentation détaillée de tous les frais supportés par l'épargnant est une avancée et permet une meilleure information des investisseurs. Toutefois, la méthode utilisée pour calculer les coûts de transaction peut aboutir à un résultat trompeur. En effet, l'une des méthodes de calcul des coûts de transaction correspond pour un ordre d'achat à la différence exprimée en pourcentage entre le prix d'exécution et le prix au moment de la transmission de l'ordre (prix à l'arrivée) et pour un ordre de vente à la différence entre le

De même, l'une des méthodes employées pour le calcul des coûts de transaction peut conduire à afficher des coûts de transaction négatifs

prix au moment de la transmission de l'ordre (prix à l'arrivée) et le prix d'exécution. Or, le prix d'exécution et le prix à l'arrivée peuvent diverger, ce qui peut notamment être le cas lorsque des ordres sur le même titre et d'un montant significatif sont passés par d'autres acteurs. Cela revient donc à calculer et à afficher un coût sur lequel le gérant n'a pas d'influence et qui ne reflète pas la qualité de la gestion mise en œuvre. De plus, la méthode de calcul employée peut, dans certains cas, conduire à afficher des coûts de transaction négatifs¹⁷⁷ ce qui est peu intelligible pour un épargnant. Enfin, les coûts de transaction étant ramenés à la période de détention recommandée, les coûts de transaction pour les produits de court terme apparaissent disproportionnés, ce qui ne facilite pas la comparaison des produits.

Enfin un indicateur de risque permet de comparer aisément le risque de différents produits. Cet indicateur s'obtient en combinant un indicateur de risque de marché et un indicateur de risque de crédit, il se matérialise sur une échelle croissante de 1 à 7. En revanche, l'indicateur de risque n'apporte aucune information en absolu ; en particulier, il ne renseigne pas sur la perte en capital éventuelle.

Face au risque d'incompréhension ou de mauvaise compréhension de la part des investisseurs, l'AMF souhaite accompagner les épargnants pour leur assurer que l'information transmise soit intelligible et plaide pour une révision du règlement.

4.2.3 Les frais prélevés par les fonds d'investissement sont-ils toujours transparents ?

4.2.3.1 Les commissions de performance

Les fonds d'investissement peuvent faire le choix d'instaurer ou non des commissions de performance. Ce sont des frais qui viennent s'ajouter aux frais courants et qui sont variables : leur prélèvement n'aura lieu que si le gérant dépasse un objectif fixé de performance. À ce jour¹⁷⁸, cette commission fait l'objet d'une présentation distincte dans le DICl : le taux de commissionnement, l'objectif à atteindre pour déclencher le prélèvement, la période sur laquelle l'objectif doit être réalisé et le taux prélevé au titre de la période précédente doivent être clairement affichés.

En 2016, ces commissions de performance représentaient en moyenne 5 % du chiffre d'affaires des sociétés de gestion de portefeuilles françaises¹⁷⁹. En principe, l'existence de commissions de performance devrait permettre un alignement des intérêts du gérant avec ceux de ses investisseurs. Il n'existe toutefois aucune réglementation commune, tant au niveau européen qu'aux niveaux nationaux, pour définir les modalités de prélèvement de ces commissions. L'OICV avait pourtant publié dès 2004¹⁸⁰ puis rappelé en 2016¹⁸¹ des

Les modalités de prélèvement des commissions de performance dans certains fonds vont à l'encontre de l'intérêt des investisseurs

¹⁷⁷ Pour les assurances vie multisupports ou en unités de compte, l'assureur a la possibilité, jusqu'au 31 décembre 2019, d'utiliser le DICl OPCVM pour fournir l'information sur les options d'investissement sous-jacentes. Dans ce cas, le fonds doit également fournir certaines informations au format PRIIPs dont les coûts de transaction calculés selon la méthodologie applicable aux produits PRIIPs de moins de 3 ans et qui s'appuie, entre autre, sur la valeur du *spread bid-ask* des instruments détenus par le fonds. La Fédération française de l'assurance (FFA) et l'Association française de la gestion financière (AFG) ont incité leurs membres, dans une lettre commune de place du 13 avril 2017, à utiliser cette option qui ne peut aboutir à des coûts de transaction négatifs.

¹⁷⁸ Le format actuellement utilisé des DICl, mis en place par la directive OPCVM 2009/65/CE et ses règlements d'application, va être transformé en 2019 avec l'entrée en application du règlement PRIIPs n° 1286/2014.

¹⁷⁹ Le périmètre d'étude porte sur 590 sociétés de gestion de portefeuille. Pour plus de détails, se reporter aux « chiffres clés 2016 de la gestion d'actifs » de l'AMF publié en décembre 2017.

¹⁸⁰ OICV (Nov. 2004), *Final Report On Elements Of International Regulatory Standards On Fees And Expenses Of Investment Funds*.

¹⁸¹ OICV (août 2016), *Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes Final Report*.

recommandations quant aux modalités d'établissement et de prélèvement des commissions de performance. Celles-ci préconisaient notamment que les commissions de performance soient calculées sur un historique d'une année au moins.

Force est de constater que ces recommandations ne sont pas toujours respectées au sein de l'Union européenne, alors qu'en France l'AMF a décidé de faire appliquer les recommandations de l'OICV pour tous les OPCVM français agréés par elle¹⁸² afin de garantir une meilleure protection des investisseurs. L'AMF a ainsi remarqué que certains fonds étrangers commercialisés en France prélevaient les commissions de performance trimestriellement ou semestriellement, ou dont le seuil de déclenchement n'était pas cohérent avec le profil de rendement et de risque du fonds. C'est le cas, par exemple, de certains fonds actions qui percevaient des commissions de performance dès lors que leur performance était positive ou que le fonds surperformait l'EONIA (qui est, aujourd'hui, négatif). Pour ces fonds, il apparaît évident que la règle de déclenchement de la commission de performance n'est pas en adéquation avec l'objectif de gestion et que l'alignement d'intérêt avec les investisseurs n'est pas assuré¹⁸³. L'épargnant voit alors sa performance diminuée par des commissions de performance qui n'auraient pas pu être prélevées si le fonds avait respecté les recommandations de bonnes pratiques de l'OICV.

4.2.3.2 Les commissions de mouvement

Certains fonds peuvent également choisir de facturer des commissions de mouvement lors des opérations d'achat et de vente sur les portefeuilles. Ces commissions pourraient apparaître légitimes dès lors que les mouvements de portefeuille sont justifiés, raisonnables et que le montant de ces commissions est cohérent avec la stratégie menée (par exemple, certains marchés difficiles d'accès, comme les pays émergents, peuvent entraîner un surcout d'accès pour le gérant, répercuté dans les commissions de mouvement). Cependant, ces frais ne sont pas distinctement présentés dans le DICI OPCVM ; ils sont inclus dans les frais courants, ce qui pose un souci en termes de transparence vis-à-vis de l'épargnant. C'est pourquoi l'AMF reste vigilante sur le poids de ces frais dans le chiffre d'affaires des sociétés de gestion.

4.2.4 La transparence accrue des fonds ISR (investissement socialement responsable) permet une meilleure compréhension des épargnants

De nombreux produits d'ISR coexistent avec des pratiques parfois très différentes, ce qui peut engendrer de la confusion chez l'épargnant

Les investisseurs sont de plus en plus intéressés par la prise en compte des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs investissements. L'enquête réalisée pour Vigeo Eiris et le Forum pour l'investissement responsable (FIR) par Ipsos Mori en 2017¹⁸⁴ montre que près d'un Français sur deux déclare accorder de l'importance aux impacts environnementaux et sociaux dans ses décisions de placements. Pourtant, l'enquête montre également que les produits d'ISR sont peu proposés par les distributeurs puisque 66 % des personnes interrogées déclarent n'avoir jamais entendu parler de ce concept. Il semble néanmoins que les produits d'ISR soient amenés à se développer à l'avenir compte tenu de l'intérêt des investisseurs. De plus, les produits d'ISR

¹⁸² Externalisation dans l'article 314-78 du règlement général de l'AMF, précisé par la position AMF DOC-2012-12.

¹⁸³ La Commission des sanctions de l'AMF a par ailleurs condamné Trecento Asset Management pour avoir « porté atteinte à l'intérêt des porteurs [...], traité les porteurs de manière inéquitable [...] et délivré aux porteurs une information insuffisante [...], d'une part du fait des modalités retenues pour calculer les commissions de surperformance des Fonds [...] et d'autre part, à l'occasion du déplaçonnement de la commission de surperformance ». Pour plus de détails se reporter à la Décision n°12 du 13 décembre 2017 de la Commission des sanctions de l'AMF.

¹⁸⁴ Pour plus de détails, se reporter au site internet : <http://www.vigeo-eiris.com/fr/les-francais-et-lisr-resultats-de-la-8eme-enquete-ipsos-pour-vigeo-eiris-et-le-fir/>

pourraient inciter les épargnants en quête de diversification à se tourner davantage vers les marchés financiers car, selon cette même enquête, 41 % des personnes interrogées estiment que les produits d'ISR seraient de nature à renforcer leur confiance dans la gestion de leur épargne.

L'AMF a publié, en décembre 2017, un rapport sur l'investissement responsable dans la gestion collective¹⁸⁵ dans lequel elle montre la diversité des pratiques et des concepts en ce qui concerne les fonds d'ISR. En effet, il n'existe pas actuellement une définition unique, que ce soit au niveau européen ou national, d'un produit d'ISR ni des critères qu'il doit respecter. De nombreux produits coexistent donc avec des pratiques parfois très différentes, ce qui peut engendrer de la confusion chez l'épargnant. Deux labels de place ont récemment été créés afin d'apporter un début d'harmonisation de ces produits : le label « transition énergétique et écologique pour le climat » (TEEC) a vu le jour fin 2015 et le label ISR a été créé en janvier 2016. Ces labels sont obtenus à condition qu'un certain nombre de critères soient respectés, ce qui participe à la transparence du marché français. Toutefois, tous les fonds se réclamant ISR n'ont pas obtenu le label ISR, ce qui peut être trompeur pour un épargnant si un fonds n'ayant pas obtenu le label utilise la même terminologie que les fonds ayant reçu le label. L'AMF a également pu constater des pratiques très différentes entre les fonds ISR, notamment en termes d'outils utilisés pour évaluer les critères extra-financiers ou des moyens humains dédiés à la mise en place d'une gestion ISR. Il n'est pas toujours aisé pour un investisseur de voir concrètement en quoi la gestion du fonds contribue au développement durable et influence la gouvernance et le comportement des acteurs financiers. L'AMF invite donc les sociétés de gestion à faire preuve de davantage de pédagogie dans leurs communications auprès des investisseurs.

Malgré une nette amélioration quant à l'information communiquée à l'investisseur, des progrès restent à faire. Dans son premier rapport datant de 2015, l'AMF mettait en exergue le manque d'information des fonds ISR qui ne permettait pas toujours à l'investisseur de comprendre l'impact concret du concept d'ISR sur la gestion du fonds. L'AMF constatait ainsi qu'en 2015, sur un échantillon de 102 OPC mettant en avant un caractère ISR, l'information présentait des lacunes dans 74 % des cas. Ce pourcentage a nettement diminué en 2017, puisqu'il a chuté à 29 % mais des améliorations peuvent encore être apportées. À noter toutefois que l'article 173 de la loi relative à la transition énergétique pour la croissance verte (LTECV) demande aux sociétés de gestion et aux investisseurs institutionnels de présenter leur démarche de prise en compte des critères ESG, ce qui devrait favoriser une plus grande transparence.

4.2.5 L'harmonisation des règles d'éligibilité des actifs financiers à l'actif des OPCVM permettra d'atteindre une convergence réglementaire européenne complète

Les sociétés de gestion font l'objet d'une réglementation européenne leur permettant notamment d'exercer leurs activités dans toute l'Union européenne à condition d'obtenir un agrément de l'autorité de leur pays d'origine, grâce au régime du passeport. L'éligibilité des actifs financiers à l'actif des OPCVM est également soumise à une réglementation : la directive actifs éligibles (2007/16/CE) et la directive OPCVM IV (2009/65/CE). Or, les régulateurs nationaux ont parfois des interprétations divergentes quant à l'éligibilité de certains actifs. C'est le cas en particulier pour les *cat bonds* ou les certificats *delta-one*.

¹⁸⁵ Pour plus de détails, se reporter au rapport complet : <http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-etudes-et-analyses/Epargne-et-prestataires?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F2e257eee-d2e0-4a99-9264-4b3311073060>

Les *cat bonds* ou « obligations catastrophes » sont des instruments d'assurance (*market-based insurance*) émis par des compagnies d'assurance ou de réassurance via un véhicule *ad hoc* (*special purpose vehicle*) pour couvrir des sinistres de grande ampleur (sécheresse, séisme, tempête, ...) dans une zone déterminée. Si le sinistre ne se réalise pas, ces titres se comportent comme des obligations et payent un coupon élevé. Dans le cas contraire, le détenteur de l'obligation perd tout ou partie des intérêts, voire du nominal (les fonds correspondants sont utilisés par les assureurs pour dédommager les assurés). Selon la directive actifs éligibles, un actif financier doit respecter des conditions de liquidité, de transparence et de valorisation afin d'être considéré comme éligible. Or, certains régulateurs européens considèrent que les *cat bonds* satisfont ces trois critères d'éligibilité. Certains fonds agréés en Union européenne peuvent donc détenir jusqu'à 100 % de leur actif en *cat bonds* et être vendus aux investisseurs français grâce au passeport européen.

Une situation similaire se retrouve dans le cas des certificats *delta-one*. Un certificat *delta-one* est un instrument obligataire dont la performance est liée à celle d'un instrument sous-jacent avec un delta de 1 : un changement de la valeur de l'instrument sous-jacent de 1 % entraîne un changement de 1 % de la valeur du certificat. Un certificat *delta-one* peut prendre des formes très diverses (*Exchange Traded Commodity, Euro Medium Term Note, Exchange Traded Note*). La directive actifs éligibles précise que si un instrument est lié au sous-jacent par l'intermédiaire d'un produit dérivé intégré à l'instrument alors le sous-jacent doit être éligible pour que l'instrument le soit. Or, l'AMF considère que les certificats *delta-one* intègrent un produit dérivé. Leur éligibilité à l'actif d'un OPCVM dépend donc de l'éligibilité du sous-jacent. Ce n'est pas la vision de certains régulateurs européens pour qui les certificats *delta-one* n'intègrent pas de produits dérivés et peuvent donc être éligibles (sous certaines conditions de liquidité) même si le sous-jacent ne l'est pas. Il est donc possible pour certains fonds européens d'être exposés à hauteur de 100 % de leur actif net à des certificats *delta-one* adossés à un même actif non éligible tel que les matières premières.

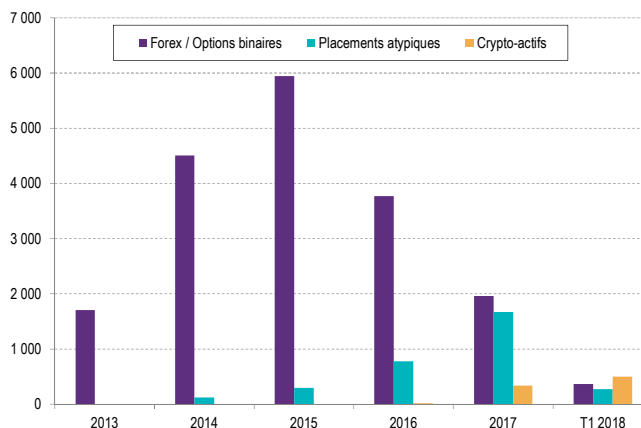
Des fonds investis majoritairement en produits parfois peu liquides et qui peuvent s'avérer difficilement compréhensibles par un épargnant peuvent donc être vendus aux investisseurs français par le biais du passeport, ce qui pose la question de la protection des investisseurs notamment particuliers. C'est pourquoi l'AMF milite pour une harmonisation des règles d'éligibilité au sein de l'Union européenne.

4.3 LES OFFRES D'INVESTISSEMENT ATYPIQUES

4.3.1 Des cycles courts de vente se succèdent pour les produits spéculatifs ou atypiques

L'AMF constate depuis 2015 grâce à son service Épargne Info Service (EIS) une diminution du nombre de demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus concernant le *trading* sur le marché des changes (*forex*) ou les produits hautement spéculatifs tels que les *contracts for difference* (CFD) et les options binaires.

Graphique 78 : Nombre annuel de demande d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF



Source : AMF

La mesure de product intervention prise par l'ESMA renforcera la protection des épargnants européens

La loi Sapin 2 (promulguée le 9 décembre 2016) a grandement contribué à la décroissance des demandes dès le premier trimestre 2017 en interdisant la publicité¹⁸⁶ de ces produits (et en facilitant la fermeture des sites contrevenants)¹⁸⁷. Afin de garantir un niveau de protection minimal pour tous les épargnants de l'Union européenne, l'ESMA a décidé lors de son *Board of Supervisors* du 23 mars 2018 de prendre des mesures appelées « *product intervention* »¹⁸⁸ pour interdire ou restreindre l'accès des particuliers aux produits très spéculatifs que sont les CFD et les options binaires. Ainsi, la commercialisation, la distribution et la vente d'options binaires aux particuliers seront interdites à partir de juillet 2018 pour les options binaires et à partir d'août 2018 pour les CFD. Concernant les CFD, leur commercialisation, distribution et vente aux particuliers est autorisée à condition qu'il existe pour ces produits :

- une limite du levier (différente selon les classes d'actifs) ;
- une clôture automatique des positions à partir de 50 % de perte ;
- une protection contre un solde négatif par compte ;
- une communication de certaines alertes par les prestataires de services d'investissement sur les risques encourus ; et
- une interdiction de la fourniture d'avantages monétaires ou non monétaires en lien avec la fourniture de CFD.

En parallèle, de nouvelles offres d'investissement en placements atypiques ont émergé, en particulier sur les diamants, et plus récemment sur les crypto-actifs. En effet, sur 1 670 demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF en 2017 sur les placements atypiques, 1 467 concernaient les plates-formes de diamants d'investissement. Ces acteurs qui relèvent du régime de l'intermédiation en biens divers 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 délivrer ce numéro d'enregistrement. Cela a conduit l'AMF à publier une nouvelle liste noire des sites internet qui

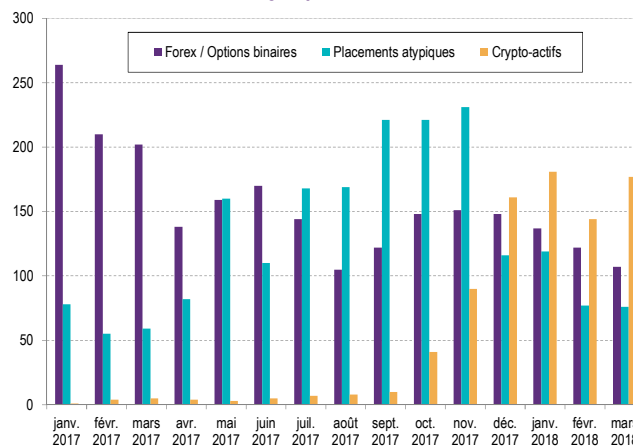
¹⁸⁶ Plus précisément, la loi Sapin 2 interdit la publicité par voie électronique pour les options binaires et les CFD sans protection intrinsèque.

¹⁸⁷ Au total, depuis trois ans, 138 sites internet illégaux proposant du Forex et des options binaires ont été fermés. (<http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Ffaae2d833-ac96-4eb0-b2a7-4d0b445cf7c7>)

¹⁸⁸ 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.

contreviennent au régime de l'intermédiation en biens divers dès le 24 juillet 2017, liste alimentée au fil de l'eau. Dès lors, la plate-forme EIS a pu constater une diminution des demandes d'information, réclamations et signalements reçus sur les diamants d'investissements depuis la fin de l'année 2017 (Graphique 79).

Graphique 79 : Nombre mensuel de demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF



Source : AMF

Il est à craindre que certains acteurs du Forex et des options binaires se redéployent sur d'autres produits

À la suite de l'intensification de la pression du régulateur sur les sites illégaux proposant du *trading* sur le Forex ou des options binaires, les acteurs se sont rapidement retournés vers le diamant d'investissement et les biens divers. Le régulateur a pu réagir rapidement pour contenir cette nouvelle vague grâce aux outils mis à disposition par la loi Sapin 2. La fin d'année 2017 a cependant été marquée par l'émergence des offres d'investissements sur les crypto-actifs tels que le *Bitcoin*, laissant penser que des acteurs frauduleux ont pu se reporter sur cet actif en vogue. Cependant, le cadre juridique et réglementaire actuel n'est pas adapté à ces nouveaux produits, ce qui contraint fortement la capacité d'action de l'AMF.

4.3.2 Les offres d'investissement en crypto-actifs sont en plein essor

Les crypto-actifs paraissent propices au développement d'une bulle spéculative. La grande volatilité de la valorisation fait peser des risques significatifs pour les investisseurs

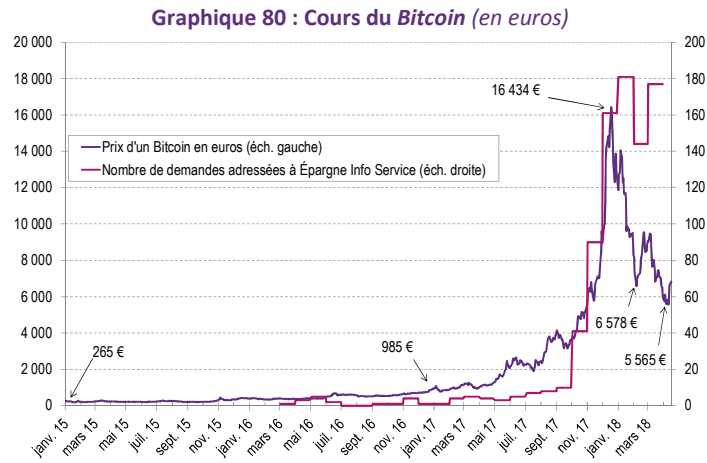
Le 18 décembre 2017, le prix du Bitcoin atteignait la valeur de 16 434 €, contre seulement 985 € le 2 janvier de la même année. L'envolée spectaculaire du Bitcoin, de même que l'intérêt des médias autour de la technologie *blockchain* ont attiré l'attention de nombreux investisseurs de détail à la recherche de meilleur rendement pour leur épargne et de gains faciles. Pour les investisseurs entrés sur le marché fin 2016, la mise a effectivement été multipliée par près de 18 en moins d'un an, soit un rendement de quelque 1 560 %. Pour autant, les investisseurs entrés en décembre 2017 ont vu la valeur de leur portefeuille divisée par plus de deux dès le mois de février 2018. Les trois autorités européennes de supervision financière (ESMA, EBA, EIOPA) ont publié le 12 février 2018 une mise en garde aux ménages pour rappeler les risques associés aux crypto-actifs, en particulier l'extrême volatilité, le risque de bulle, et l'absence de protection.¹⁸⁹ Par ailleurs, si les Ministres des finances et Gouverneurs du G20 reconnaissent, dans leur communiqué de Mars 2018¹⁹⁰, les bénéfices que les crypto-actifs et les technologies de registre distribuées étaient susceptibles d'apporter au système financier et plus largement, à l'économie réelle, ils n'en soulignaient pas moins les risques en matière de protection des investisseurs, d'intégrité de marché, d'évasion fiscale, de blanchiment

Les crypto-actifs sont soupçonnés de favoriser le blanchiment d'argent et la fraude fiscale

¹⁸⁹ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-warn-consumers-risks-in-buying-virtual-currencies>

¹⁹⁰ https://g20.org/sites/default/files/media/communiqué_-_fmcbg_marsch_2018.pdf

d'argent¹⁹¹ et de financement du terrorisme qui pouvaient y être associés. Ils appelaient donc les normalisateurs internationaux à surveiller le développement des crypto-actifs et les risques associés, ainsi qu'à réfléchir à l'opportunité de réponses internationales.



Source : Thomson Reuters Datastream, AMF

Malgré ce que leur nom peut laisser penser, les crypto-monnaies, crypto-devises et autres crypto-actifs ne rentrent pas dans le cadre de la définition légale d'une monnaie, ni même dans la plupart des cas à ce jour de celle d'un instrument financier dans le droit français, ce qui soulève la question de la compétence des différentes autorités. Pour autant, une analyse juridique approfondie menée par l'AMF¹⁹² a permis de conclure que les produits dérivés sur crypto-actifs (quelle que soit la nature juridique du sous-jacent), pouvaient être qualifiés de contrats financiers et devaient, par conséquent, être soumis à la réglementation applicable à l'offre d'instruments financiers en France et notamment aux règles du code monétaire et financier en matière d'agrément, de bonne conduite et d'interdiction de publicité.

Les émissions publiques de jetons (ou *tokens*), les *initial coin offerings* (ICO), ont également pris de l'ampleur. Les ICO sont des levées de fonds réalisées via une technologie de registre distribué par des entrepreneurs. Ce nouveau mode de financement permet au promoteur de financer le développement de son projet à un stade très précoce par les potentiels futurs utilisateurs. Ces opérations sont réalisées dans un laps de temps beaucoup plus court que les opérations classiques de *private equity*, pour des montants supérieurs à ceux qui pourraient être levés via de la dette bancaire, et permettent de ne pas diluer le capital social de la société.

La nature juridique des jetons peut être très variable d'une opération à une autre. Les droits conférés à leurs détenteurs sont décrits dans un document d'information dont la qualité et le degré de précision demeurent toutefois très variables. Certains jetons peuvent être assimilés à des titres de capital, en donnant des droits sur les éventuels bénéfices futurs du projet voire des droits sur la gouvernance de l'entreprise à l'origine du projet, mais dans la plupart des cas ils donnent simplement un droit à l'utilisation future du service proposé par l'entrepreneur, à un tarif préférentiel (jetons d'usage).

¹⁹¹ Malgré le caractère « transparent » revendiqué par les *blockchains* publiques (toutes les transactions sont consultables en accès libre sur internet), l'anonymat est la règle des opérations sur crypto-actifs. À part son détenteur, personne ne peut relier un numéro de compte à une personne physique ou morale.

¹⁹² Analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-monnaies, AMF, février 2018.

La valorisation initiale du jeton lors de son émission (« marché primaire ») reste sujette à caution. Dans certains cas, les jetons peuvent être échangés sur un « marché secondaire » à un prix déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande à un instant donné. Ainsi, l'investisseur parie sur la réussite du projet et l'appréciation future de la valeur du jeton (si celui-ci est effectivement échangé sur un « marché secondaire »).

Comme les autres crypto-actifs, les jetons ne présentent généralement pas les caractéristiques permettant de les qualifier d'instruments financiers en France.¹⁹³ Néanmoins, dès lors qu'une promesse de rendement est faite dans la publicité de ces offres ou qu'une possibilité de rachat des jetons par l'émetteur est prévue dans l'opération, le régime d'intermédiaire en biens divers doit s'appliquer, et les documents publicitaires doivent être visés a priori par l'AMF. Dès lors qu'elles ne relèvent pas du cadre juridique des instruments financiers ou de celui de l'intermédiation en biens divers, les ICO et autres opérations d'investissement sur crypto-actifs sortent pour l'instant du champ de la régulation.

*Vers un cadre
réglementaire
alliant financement
de l'économie,
soutien à
l'innovation et
protection de
l'investisseur*

Afin d'élaborer un cadre juridique permettant de combiner le soutien à l'innovation et la protection des investisseurs, l'AMF a réalisé une consultation publique sur les ICO en fin d'année 2017¹⁹⁴ et entend poursuivre le travail relatif à la définition d'un régime spécifique aux ICO. La loi PACTE, en préparation, pourrait donner à l'AMF un cadre législatif sur lequel appuyer son action.

¹⁹³ Cf. la définition du Code monétaire et financier (art. L 211-1)

¹⁹⁴ La consultation a eu lieu entre le 26 octobre et le 22 décembre. Pour plus de détails, se reporter à la publication : <http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2018?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F57711a6c-4494-4215-993b-716870ffb182>

LISTE DES ACRONYMES

ACPR	Autorité du contrôle prudentiel et de résolution	FIR	Forum pour l'investissement responsable
AEAPP	Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA)	FIVG	Fonds d'investissement à vocation générale
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)	FMI	Fonds monétaire international (IMF)
AFME	Association for Financial Markets in Europe	FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
AFG	Association française de la gestion	FRN	<i>Floating Rate Notes</i> (Obligations à taux variable)
AIFM	<i>Alternative Investments Funds Managers</i>	FSAP	<i>Financial Sector Assessment Program</i> (FMI)
AMF	Autorité des marchés financiers	FSB	<i>Financial Stability Board</i> (CSF)
ANC	Autorité des normes comptables	FSMA	Financial Services and Markets Authority
		GC	<i>General collateral</i>
		HCSF	Haut conseil de stabilité financière
		HFT	<i>High Frequency Trading</i> (trading haute fréquence)
		ICO	<i>Initial Coin Offerings</i>
ASPIM	Association française des sociétés de placement immobilier	ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
BCE	Banque centrale européenne (ECB)	IFC	Irving Fisher Committee
BEA	<i>Bureau of Economic Analysis</i>	IFI	Impôt sur la fortune immobilière
BIS	<i>Bank for International Settlements</i> (BRI)	IMF	<i>International Monetary Fund</i> (FMI)
BMR	<i>Benchmark Regulation</i>	INSEE	Institut national de la statistique et des études
BMTN	Bons à moyen terme négociables	IOSCO	<i>International Organisation of Securities Commission</i> (OICV)
BRI	Banque des règlements internationaux (BIS)	IPO	<i>Initial Public Offering</i>
		IS	Internalisation systématique
		ISR	Investissement socialement responsable
CCP	<i>Central Counterparty Clearing</i> (Chambre de compensation)	ISBLSM	Institutions sans but lucrative au service des ménages
CDS	<i>Credit default swap</i> (Dérivés sur risqué de crédit)	ISF	Impôt de solidarité sur la fortune
CERS	Comité européen du risque systémique	LIBOR	<i>London Interbank Offered Rate</i>
(ESRB)		LIS	<i>Large in Scale</i>
		LSEG	<i>London Stock Exchange Group</i>
CFTC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>	LTECV	La transition énergétique pour la croissance verte
CME	<i>Chicago Mercantile Exchange</i>	LTRO	<i>Long-term Refinancing Operations</i>
CNAV	<i>Constant net asset value</i>	LVNAV	<i>Low-Volatility Net Asset Value</i>
		MIF	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
CSPP	<i>Corporate Sector Purchase Programme</i>	MiFID	<i>Markets in financial instruments directive</i>
DIC	Document d'informations clé	MMSR	<i>Money Market Statistical Reporting</i>
DICI	Document d'informations clés pour les investisseurs	MR	Marché réglementé
DNB		NAV	<i>Net asset value</i>
DVC	Double volume cap	NCA's	<i>National Competent Authorities</i>
EBBO	<i>European Best Bid and Offer</i>	NIS	<i>Network Information and Security</i>
ECC	Economic Consultative Committee	NT	<i>Negotiated Traded</i>
ECB	<i>European Central Bank</i> (BCE)	OAS	<i>Option-adjusted spread</i>
EFAMA	Association européenne de la gestion d'actifs	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
EIB	<i>European Investment Bank</i>	OMF	Order Management Facility
EIS	Épargne Info Service	OPC	Organisme de placement collectif
EMIR	<i>European Market Infrastructures Regulation</i>	OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
EMMI	<i>European Money Markets Institute</i>	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
EONIA	<i>Euro OverNight Index Average</i>	OPEP	Organisation des pays producteurs de pétrole
ESG	Critères environnementaux, sociaux et de gouvernance	OPPCI	Organismes de placement professionnel collectif immobilier
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (AEMF)	OTC	<i>Over the counter</i> (de gré à gré)
ESRB	<i>European Systemic Risk Board</i> (CERS)	OTF	<i>Organised Trading Facility</i> (systèmes organisés de négociation)
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (Produit indiciel coté)	PEA	Plan épargne en actions
EU	<i>European Union</i> (UE)	PEE	Plan épargne entreprise
EURIBOR	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>	PEL	Plan épargne logement
FAS	Fonds d'actionnariat salarié	PEP	Plan épargne populaire
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>	PER	<i>Price Earning Ratios</i>
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise	PERCO	Plan d'épargne retraite collectif
FED	Réserve fédérale des États-Unis	PIB	Produit intérieur brut
FES	Fonds d'épargne salariale	PME	Petites et moyennes entreprises
FIA	Fonds d'investissement alternatif		
FICC	<i>Fixed Income Commodities and Currencies</i>		

PSI	Prestataires de services d'investissement
PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
RDB	Revenu disponible brut
RFQ	<i>Request For Quotes</i>
RFR	<i>Risk Free Rates</i>
RTS	<i>Regulatory Technical Standards</i>
SARON	<i>Swiss Average Rate OverNight</i>
SC	<i>Specific Collateral</i>
SCPI	Société civile de placement immobilier
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SGP	Société de gestion de portefeuille
SHS	<i>Securities Holding Statistics</i>
SMN	Système multilatéral de négociation
SNB	Banque Nationale Suisse
SNF	Société non financière
SOFR	<i>Secured Overnight Funding Rate</i>
SONIA	<i>Sterling OverNight Index Average</i>
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
TEEC	Transition énergétique et écologique pour le climat
THF	<i>High Frequency Trading</i>
TOIS	<i>TOm-next Index Swap</i>
TR	<i>Trade Repositories</i>
UE	Union européenne (EU)
VNAV	<i>Variable net asset value</i>
WAM	Maturité moyenne pondérée maximale
WAL	Vie moyenne pondérée
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Évolution du PIB volume	13
Graphique 2 : Activité et emploi aux États-Unis	13
Graphique 3 : Balance commerciale de biens des États-Unis	14
Graphique 4 : Dette de l'État/PIB.....	15
Graphique 5 : Le PIB et ses composantes dans la zone euro	15
Graphique 6 : Indice PMI composite de la zone euro	15
Graphique 7 : Évolution des prix à la consommation.....	16
Graphique 8 : Prix du pétrole Brent	17
Graphique 9 : Taux directeurs et taille de bilan des banques centrales	18
Graphique 10 : Taux des emprunts d'État à 10 ans.....	18
Graphique 11 : Évolution des taux d'intérêt sur les emprunts d'État à 10 ans avant et après les événements politiques	19
Graphique 12 : Écart de taux (10 ans - 1 an) sur les obligations souveraines américaines	20
Graphique 13 : Emerging Markets Bond Index	21
Graphique 14 : <i>Spread corporate</i> en Europe et aux États-Unis selon les catégories de notation.....	22
Graphique 15 : Évolution des principaux indices boursiers dividendes réinvestis	22
Graphique 16 : <i>Price Earning Ratio</i>	23
Graphique 17 : Indices de volatilité implicite.....	24
Graphique 18 : Indice d'incertitude des politiques économiques aux États-Unis et VIX	24
Graphique 19 : Indice d'incertitude des politiques économiques en Europe et VSTOXX	24
Graphique 20 : Émissions brutes d'obligations des sociétés non financières au niveau mondial.....	26
Graphique 21 : Émissions nettes d'obligations des sociétés non financières en France et dans la zone euro	27
Graphique 22 : Endettement des SNF en France	28
Graphique 23 : Taux d'endettement brut des SNF.....	28
Graphique 24 : Émissions brutes d'obligations spéculatives par les sociétés non financières selon la nationalité de l'émetteur	28
Graphique 25 : Volumes de prêts à effets de levier.....	29
Graphique 26 : Levées de capitaux lors des opérations d'introductions en bourse	30
Graphique 27 : Capitaux levés lors des introductions en bourse en Europe par place de cotation.....	30
Graphique 28 : Fonds collectés via des plate-formes de <i>crowdfunding</i> en France par type d'opération	32
Graphique 29 : Nombre d'ICO et montants levés au niveau mondial.....	34
Graphique 30 : Volume de transactions sur actions	35
Graphique 31 : Euronext Paris : Taille des transactions en carnet.....	36
Graphique 32 : Évolution de la structure des marchés actions français	37
Graphique 33 : Évolution des parts de marché des <i>periodic auctions</i> sur valeurs françaises	39
Graphique 34 : Évolution de la structure des marchés actions français	40
Graphique 35 : Évolution de <i>l'asset swap spread</i> des titres français éligibles au programme d'achat.....	43
Graphique 36 : Évolution de l'indicateur de liquidité des marchés obligataires français	44
Graphique 37 : Le marché repo en Europe	45
Graphique 38 : Prêt de titres par les banques de l'Eurosystème	45
Graphiques 39 : Évolution du taux d'électronisation par segment	46
Graphique 40 : Dérivés de taux – par type de benchmark sous-jacent du taux flottant servi	52
Graphique 41 : Dérivés de taux référencés à l'Euribor – par maturité du sous-jacent	52
Graphique 42 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global.....	53

Graphique 43 : Montants en valeur de marché brute	53
Graphique 44 : Expositions brutes de crédit	54
Graphique 45 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie.....	55
Graphique 46 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de crédit par type de contrepartie	55
Graphique 47 : Encours de la gestion collective	61
Graphique 48 : Collecte nette des fonds.....	61
Graphique 49 : Structure du marché des fonds d'investissement (hors fonds monétaires) de la Zone euro	62
Graphique 50 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds action français	63
Graphique 51 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds obligataires français	64
Graphique 52 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds diversifiés français	65
Graphique 53 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la revalorisation Fonds « autres » français	65
Graphique 54 : Structure agrégée du portefeuille des fonds d'investissement français	65
Graphique 55 : Répartition des encours par catégorie de FIA	69
Graphique 56 : Autres fonds	70
Graphique 57 : Fonds immobiliers	70
Graphique 58 : Professionnels et particuliers	71
Graphique 59 : Catégories fines d'investisseurs	71
Graphique 60 : Exposition de l'actif des fonds au reste du système financier au T4 2016	74
Graphique 61 : Exposition du passif des fonds au reste du système financier au T4 2016.....	74
Graphique 62 : Distribution du nombre de liens à l'actif et au passif des fonds, par entité	75
Graphique 63 : Valeur totale moyenne des liens à l'actif et au passif, par type de fonds	75
Graphique 64 : 10 principales entités au passif des fonds	76
Graphique 65 : 10 principales entités à l'actif des fonds	76
Graphique 66 : Structure de l'exposition des fonds français à la dette des SNF.....	78
Graphique 67 : Évolution des encours des fonds monétaires de la zone euro, par pays et part des trois principaux marchés	80
Graphique 68 : Évolution de l'encours, de la collecte nette et de la valorisation des fonds monétaires ..	84
Graphique 69 : Évolution de la part des fonds standards dans le total des fonds monétaires français.....	85
Graphique 70 : Évolution de la détention de titres par les fonds monétaires français selon la maturité des titres détenus.....	86
Graphique 71 : Décomposition du patrimoine des ménages.....	87
Graphique 72 : Structure de l'actif des ménages à fin 2016	87
Graphique 73 : Taux d'épargne brut et taux d'épargne financière des ménages	88
Graphique 74 : Principaux flux de placements financiers nets des ménages.....	89
Graphique 75 : Principaux encours financiers nets des ménages	90
Graphique 76 : Décomposition des flux de placements au sein du poste « numéraire et dépôts ».....	91
Graphique 77 : Évolution de l'actif en épargne salariale	92
Graphique 78 : Nombre annuel de demande d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF	101
Graphique 79 : Nombre mensuel de demandes d'information, de réclamations et de signalements reçus par l'AMF	102
Graphique 80 : Cours du <i>Bitcoin</i>	103

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : BREXIT : une forte incertitude politique et le risque, sans accord, d'un <i>Hard Brexit</i> le 29 mars 2019	8
Encadré 2 : Marchés financiers et risques climatiques	10
Encadré 3 : L'impact des produits sur VIX : analyse de l'épisode de forte volatilité début février 2018	25
Encadré 4 : L'essor des <i>Initial Coin Offerings</i> (ICO)	34
Encadré 5 : Description du mécanisme des <i>periodic auctions</i>	39
Encadré 6 : Consolidation et stratégies des plates-formes	47
Encadré 7 : Les régimes de transparence MIF2.....	48
Encadré 8 : Estimations des montants des contrats et instruments référencés sur les IBOR européens	52
Encadré 9 : <i>Stress tests</i> des fonds d'investissement et macro <i>stress tests</i>	71

« Risques et tendances » est une publication réalisée par la Division Études, stratégie 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
Muriel Visage