

Cartographie 2014 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne

**Benoît de Juvigny, secrétaire général
Olivier Vigna, chef économiste**

Conférence de presse

4 juillet 2014

La démarche de l'AMF

- Un rendez-vous **annuel** initié en 2007 : 8^{ème} édition de cette publication
- Une analyse des tendances dans la sphère financière, pour identifier les **risques** : risques systémiques ou risques entrant dans le champ du mandat légal de l'AMF
- Le croisement de plusieurs **perspectives** et de nombreuses sources d'information
- De nombreux sujets identifiés à l'**agenda** des régulateurs ou au cœur des réflexions de la Place

Les principales tendances aujourd'hui

1. Un environnement économique toujours fragile, mais des marchés boursiers bien orientés
2. La fragmentation des marchés et le post-marché continuent d'être attentivement surveillés, dans un contexte où les risques posés par le trading à haute fréquence devraient être mieux encadrés
3. Compensation centrale, collatéral et gestion de la liquidité sont essentiels pour la maîtrise des risques
4. La supervision des institutions financières systémiques se renforce au niveau européen
5. En 2013, les placements financiers des ménages ont baissé et se sont moins orientés vers les dépôts ; ces placements sont exposés à un risque globalement modéré, quoique portant sur des actifs hétérogènes
6. Le niveau des taux d'intérêt continue de poser des défis importants pour la gestion collective

Niveau		Systemique	Variation du risque depuis 2013 ou perspectives 2015	↘	En baisse
du risque		Elevé		→	Stable
mi-2014		Significatif		↗	En hausse

	Description des risques	Niveau mi-2014	Variation 2014-2013	Perspectives 2015
Stabilité financière	1. Relèvement des taux d'intérêt à long terme ou des primes de risque plus rapide qu'anticipé, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés		→	↗
	2. Tensions financières alimentées par un manque de coordination dans la consolidation budgétaire, la sortie progressive des politiques monétaires non conventionnelles ou les ajustements requis par la mise en place du mécanisme unique de supervision des banques		→	→
	3. Manque de résilience d'institutions financières exposées à un choc de nature systémique, transmis ensuite à d'autres acteurs (banques, assurances, fonds, infrastructures, etc.)		→	↘
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Variations brutales des conditions de la liquidité au sein de marchés fragmentés, insuffisamment transparents et marqués par le développement du trading à haute fréquence		→	↘
	5. Renforcement des besoins en collatéral de bonne qualité, avec un risque de réutilisation et de transformation mal maîtrisée, face à une offre de collatéral potentiellement rare localement en cas de stress		→	→
	6. Réorganisation des bourses et consolidation des acteurs de la chaîne titres, favorisant la naissance d'oligopoles susceptibles de présenter des conflits d'intérêts face à ceux des investisseurs finaux		→	↗
Financement de l'économie	7. Situation des institutions financières confrontées à un environnement économique encore fragile, à des exigences prudentielles renforcées et/ou dont le manque de coordination favorise les arbitrages réglementaires		↗	→
	6. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux marchés financiers, dans un contexte où les modes de financement alternatifs restent peu développés : titrisation, fonds de dettes, crowdfunding, capital investissement, etc.		→	↘
	7. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements : produits structurés, biens divers, trading sur des sites Internet, monnaies virtuelles, etc.		→	→

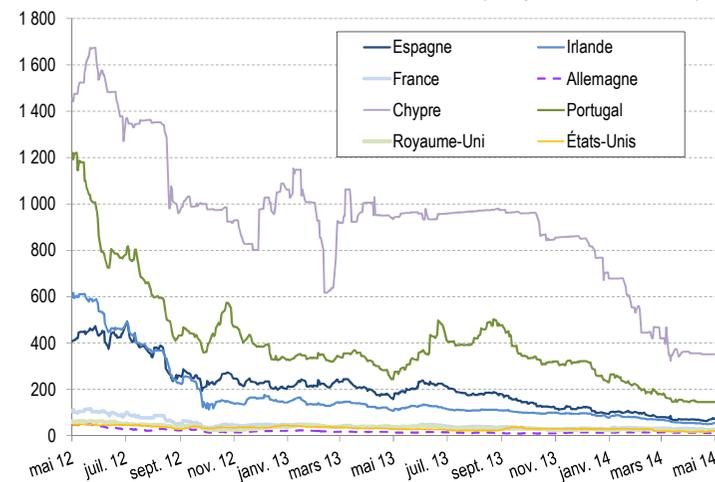
Un environnement favorable au maintien de taux bas

- **Des politiques monétaires restées très accommodantes :**
 - Maintien des taux directeurs à des niveaux historiquement faibles
 - Mise en œuvre de stratégies d'orientation des anticipations (*forward guidance*)
 - Poursuite des politiques d'assouplissement quantitatif au Japon et aux États-Unis (mais mise en œuvre du *tapering* début 2014)

- **En Europe, atténuation du risque souverain et de ses interactions avec les risques bancaires :**
 - Adoption du mécanisme de surveillance unique et du mécanisme de résolution unique
 - Amélioration de la situation économique dans les pays périphériques
 - Baisse des besoins de financement des banques

=> Poursuite de l'amélioration des conditions de financement des entreprises sur les marchés

Primes des CDS souverains à 5 ans (en points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream

Évolution des indices de CDS d'émetteurs privés (en points de base)



Source : Bloomberg

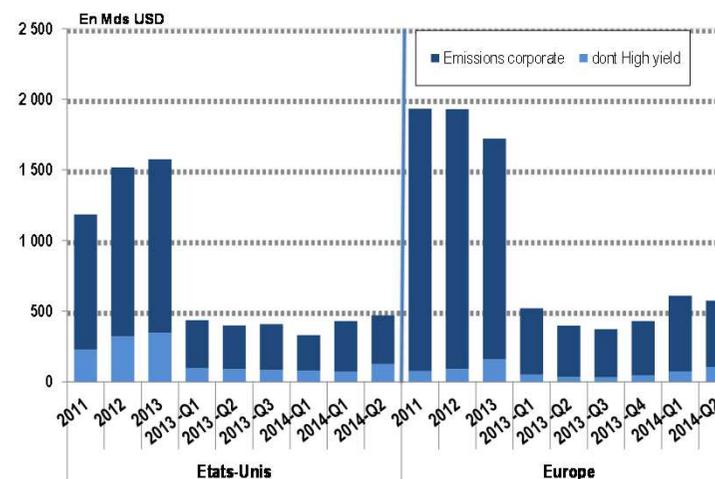
Endettement de marché : des évolutions contrastées

- **L'activité sur le marché primaire obligataire privé :**
 - -5 % au niveau mondial en 2013 : hausse aux États-Unis, mais repli en Europe
 - Les besoins en fonds propres des banques favorisent les émissions de titres hybrides (CoCos)
 - La recherche de rendement a soutenu les émissions risquées aux États-Unis comme en Europe
 - Activité du marché primaire dynamique en France, y compris pour les entreprises de taille moyenne

- **Le marché de la titrisation reste atone en Europe :**

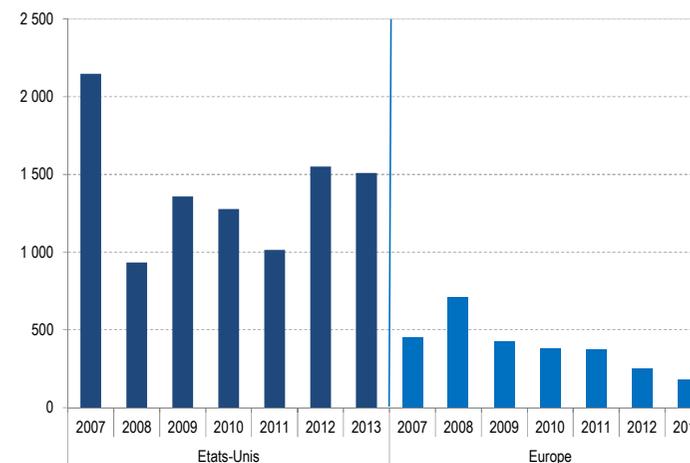
- Morosité du marché du crédit
- Environnement réglementaire renforcé, mais des mesures d'assouplissement envisagées (Solvabilité II, LCR, etc.)

Émissions obligataires privées (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Émissions de véhicules de titrisation en Europe et aux États-Unis (en millions d'euros)

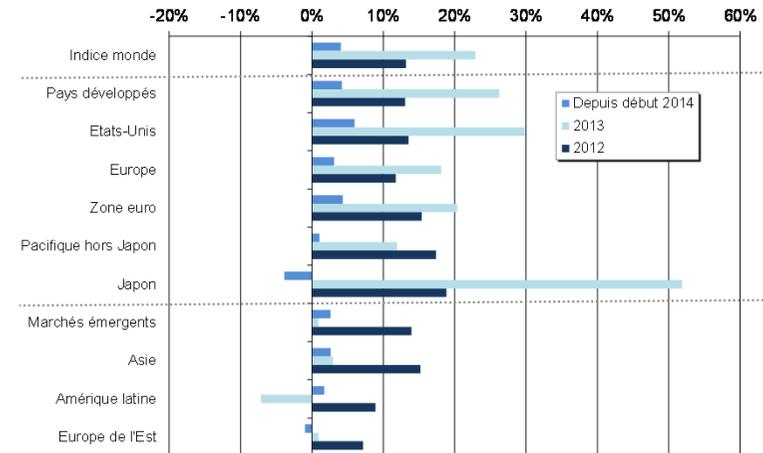


Source : AFME

Des performances boursières hétérogènes

- **Des marchés d’actions très bien orientés dans les pays développés :**
 - En lien avec l’abondance des liquidités et l’amélioration des perspectives économiques
 - Les indices américains et certains indices européens (DAX 30, FTSE 100) à leur plus haut historique
 - CAC 40 : + 18 % (+22 % dividendes réinvestis)
 - Les achats massifs d’obligations d’État par la BoJ conduisent les investisseurs à se reporter sur les marchés d’actions au Japon
 - La sous-performance des marchés émergents en 2013 est atténuée au 1^{er} semestre 2014
 - Une volatilité implicite qui se maintient à des niveaux historiquement bas

Évolutions des principaux indices actions selon les zones géographiques (indices MSCI au 26/06/2014, en %)



Source : Thomson Reuters Datastream

Évolution des principaux indices boursiers (base 100 au 01/01/2007 au 26/06/2014)



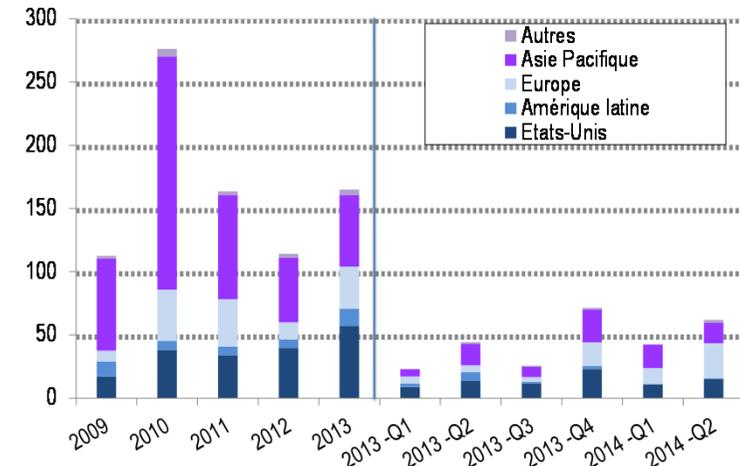
Source : Thomson Reuters Datastream

Des marchés primaires particulièrement dynamiques

- **La reprise des introductions en bourse s'est confirmée dans l'ensemble des zones géographiques :**
 - 165 Mds USD de capitaux levés dans le monde en 2013 ; 105 Mds USD sur le seul premier semestre 2014
 - Des levées de fonds dynamiques en 2013 en Asie malgré la fermeture du marché chinois (forte attractivité des places de Tokyo et de Hong-Kong)
 - Rebond des opérations en Europe : les capitaux levés ont doublé en 2013, voire quadruplé au premier semestre 2014 sur un an (dont la moitié à Londres);
 - Paris au 2^{ème} rang au 1^{er} semestre 2014 : 2,8 Mds contre 1,4 Md en 2013

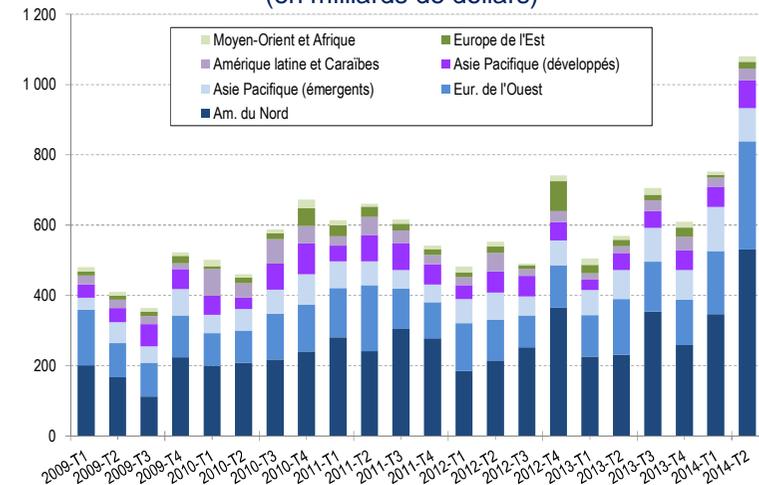
- **Des émissions secondaires toujours dynamiques, en lien avec la reprise des opérations de croissance externe**

Capitaux levés lors des introductions en bourse
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

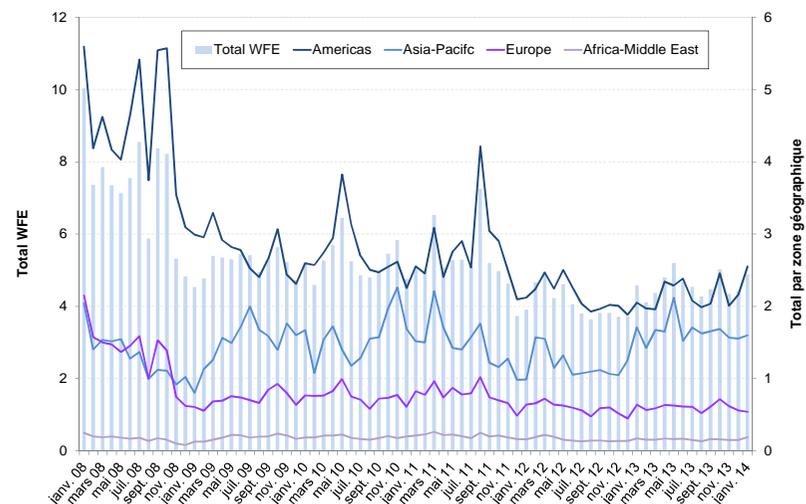
Fusions et acquisitions au niveau mondial
(en milliards de dollars)



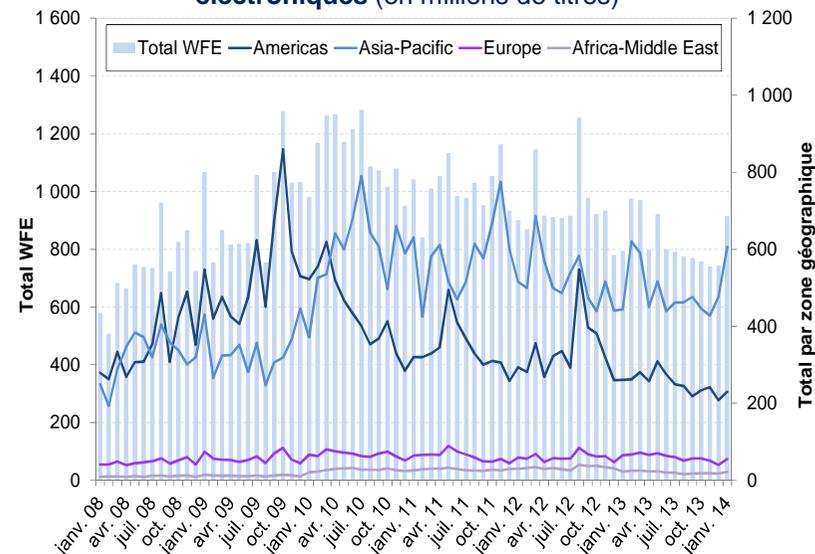
Source : Bloomberg

- Actions : stagnation des volumes échangés dans les carnets d'ordres européens, malgré le rebond des valorisations :**
 - Forte progression des valeurs des actions européennes : +19 % pour l'indice MSCI Europe en 2013
 - Mais la tendance à la réduction du nombre de titres échangés se prolonge : -15 % de titres échangés en 2013
- Stabilisation des volumes sur Euronext Paris en 2013 :**
 - Volatilité historiquement basse
 - Stabilisation des parts de marché du HFT
 - Adaptation achevée des fournisseurs de liquidité à la TTF française

Volumes traités dans les carnets d'ordre d'ordres électroniques
(en milliers de milliards de dollars)



Nombre de titres échangés dans les carnets d'ordres électroniques (en millions de titres)

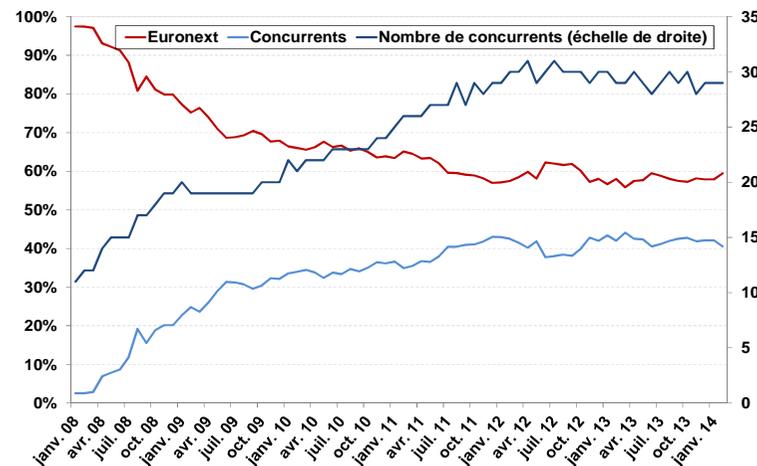


Source : World Federation of Exchanges

Une fragmentation toujours élevée

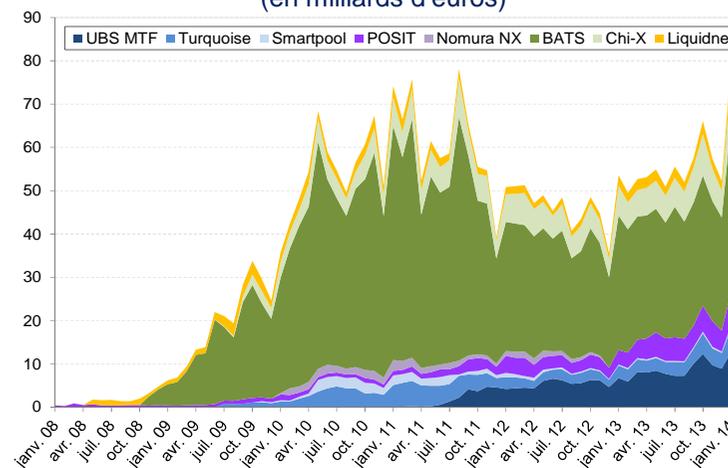
- **Atténuation des effets de MiFID I depuis 2012 :**
 - Nette décélération de la croissance des plateformes alternatives (MTF)
 - Stabilisation des indices de fragmentation
- **Risque d'opacité :**
 - *Dark trading* : des parts de marché encore modestes, mais une croissance en 2013
 - Risque de détérioration du processus de formation des prix
- **Un paysage voué à évoluer :**
 - De MiFID I à MiFID II
 - Transformation des activités des Bourses

Parts de marché d'Euronext et de ses concurrents sur actions françaises (en %)



Source : Thomson Reuters

Volumes mensuels sur dark pools, actions européennes (en milliards d'euros)

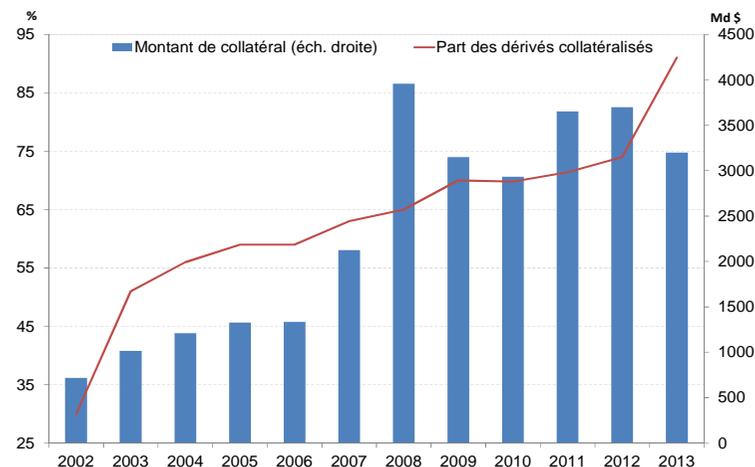


Source : Thomson Reuters

Marchés de dérivés : transformation des pratiques et des risques

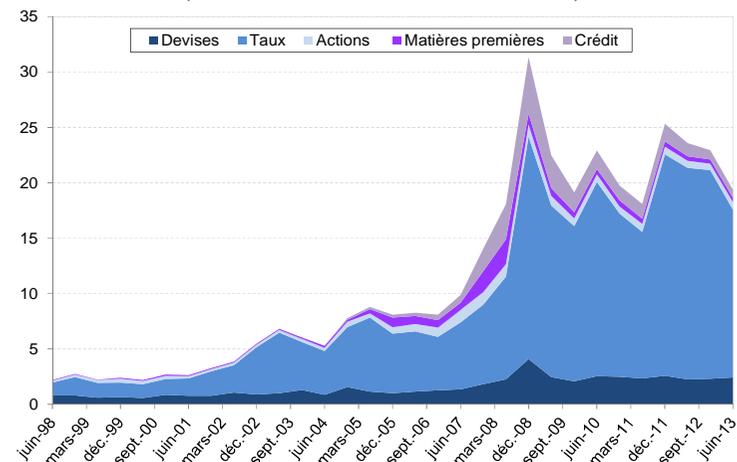
- **Une logique de minimisation du coût et du risque des expositions :**
 - Généralisation de la collatéralisation
 - Recours croissant aux techniques de compression de portefeuille
 - Progression de la compensation centrale
- **Montée en charge des réponses réglementaires (EMIR) :**
 - Transparence : exigences de *reporting*
 - Sécurité : compensation centrale des dérivés OTC (éligibles ESMA), harmonisation du cadre juridique des CCP, marges initiales et appels de marge
- **Risques émergents :**
 - Concentration du risque de contrepartie dans les CCP
 - Des marchés plus exposés au HFT ?

Dérivés de gré à gré : Collatéral total et parts des transactions collatéralisées



Source : ISDA

Montants en valeur de marché brute
(en milliers de milliards de dollars)

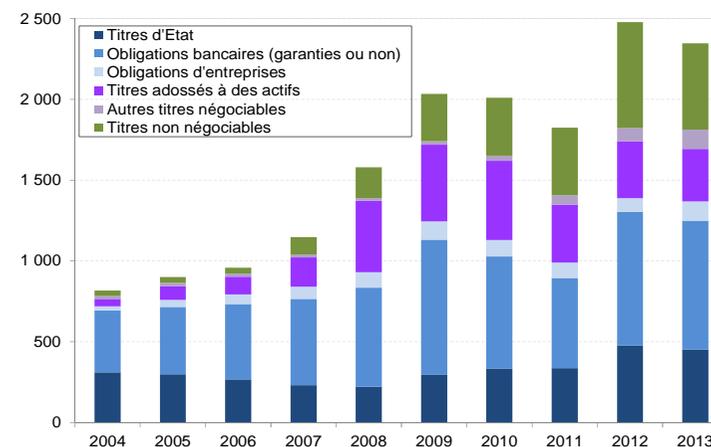


Source : BRI

Les risques liés à la gestion du collatéral

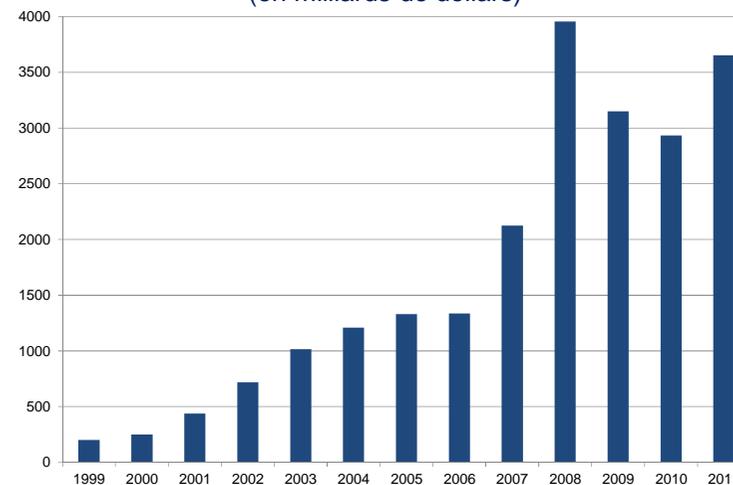
- **Importance croissante depuis la crise :**
 - Les besoins supplémentaires liés à EMIR, à l'activité de repo et à Bâle 3 ne devraient pas entraîner de pénurie agrégée...
 - ... mais des tensions locales ne sont pas à exclure
- **Des risques à surveiller :**
 - Qualité et liquidité des titres
 - Transparence des pratiques : transformation, réutilisation, vitesse de circulation
 - Risques liés aux interconnexions entre institutions financières
 - Risques de procyclicité des comportements

Titres mis en garantie comme collatéral- Eurosystem
(en milliards d'euros)



Source : BCE

Estimation du collatéral en circulation- Dérivés OTC
(en milliards de dollars)

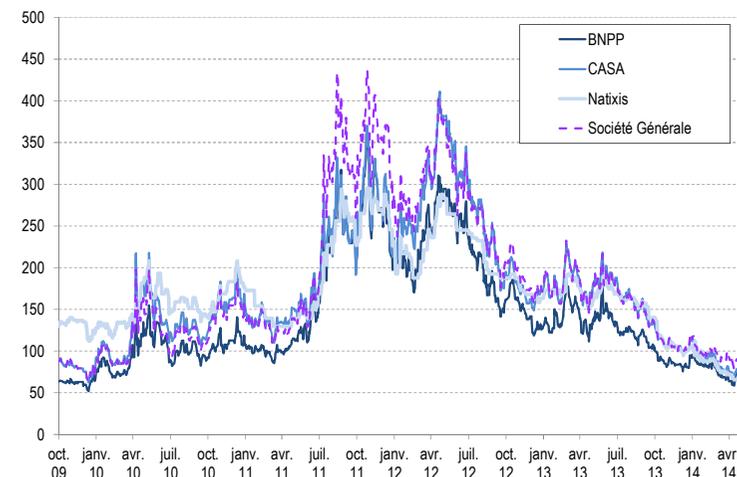


Source : ISDA

Intermédiaires de marché : poursuite de l'adaptation des activités au nouveau contexte

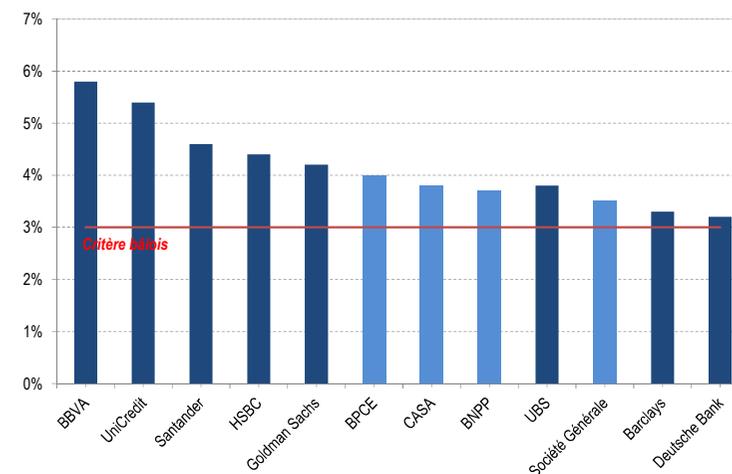
- **Exigences réglementaires renforcées :**
 - 3 piliers de l'Union bancaire
 - Exercice de revue des actifs des 128 grandes banques (AQR) par la BCE
 - Réformes de structure toujours en négociation
- **Adaptation des *business models* :**
 - Inflexion des financements de marché des banques françaises, en particulier avec un recours plus fréquent à des émissions de dettes hybrides
 - Poursuite des réorganisations internes : désengagements d'activité, programmes d'économies, modèle « *originate to distribute* »
 - Des effets positifs :
 - Amélioration des structures bilancielle
 - Tendance baissière du coût du risque
 - Renforcement de la solvabilité
- **Défis pesant sur les perspectives :**
 - Taux d'intérêt
 - Application de la réglementation

Spreads de CDS 5 ans des banques
(en points de base)



Source : Thomson Reuters Datastream

Ratios de liquidité en Europe au T1 2014
(en %)

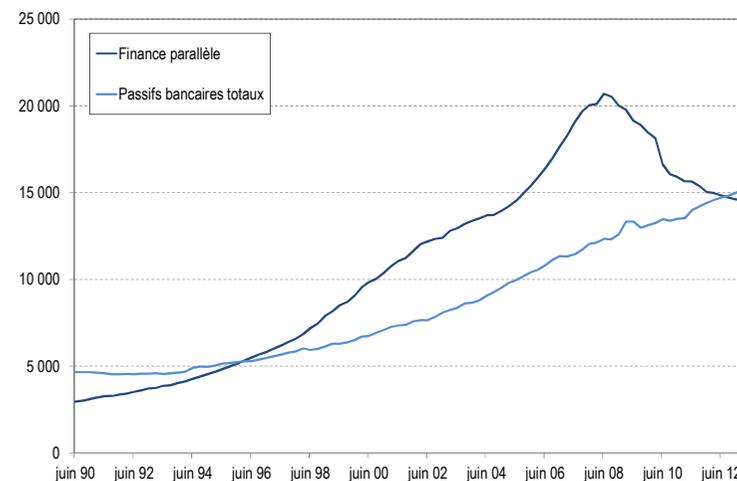


Source : Rapports des sociétés

Shadow banking : initiatives réglementaires en cours

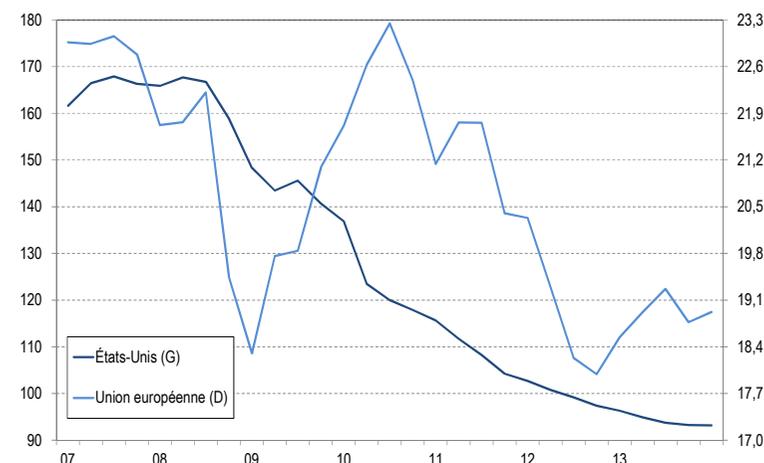
- **Importance systémique de la finance parallèle : 71 200 Mds USD à fin 2012 d'actifs selon le CSF**
 - +8,1 % par rapport à 2011
 - ¼ des actifs financiers totaux
 - 50 % des actifs bancaires
 - 120 % du PIB des juridictions concernées
 - Moindre poids en Europe qu'aux États-Unis
- **Initiatives réglementaires en cours avec des enjeux en termes d'harmonisation et de coordination internationale**
 - Travaux du CSF et de l'OICV en cours de finalisation
 - Commission européenne (MMF, SFT)
 - CERS
- **Travaux de désignation des entités non-bancaires et non-assurantielles d'importance systémique**
 - Pendant des banques et des assurances
 - Enjeux importants pour la gestion d'actifs

Taille de la finance parallèle aux États-Unis
(en milliards USD)



Source : Thomson Reuters Datastream

Taille de la finance parallèle
(en % des passifs bancaires)

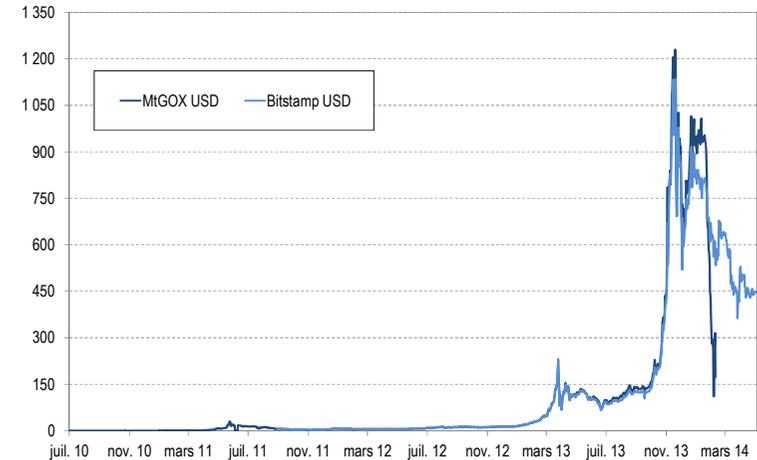


Sources : AFME, BCE, Thomson Reuters Datastream, ICMA

Les risques associés aux monnaies virtuelles

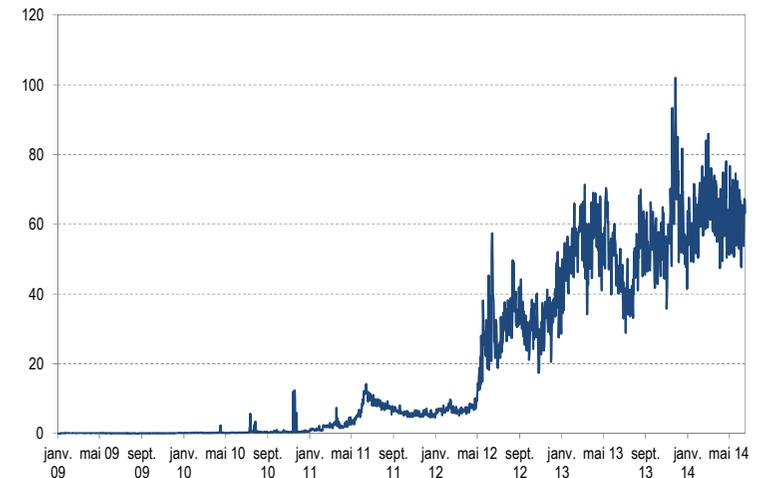
- **Définition d'une monnaie virtuelle :**
 - Toute monnaie non régulée et numérique, émise et généralement contrôlée par ses développeurs, utilisée et acceptée par les membres de communautés virtuelles spécifiques
 - Avantages affichés : moindre prix de transaction, rapidité d'exécution, caractère quasi universel et indépendant du système bancaire traditionnel
- **Un développement très rapide :**
 - Diverses monnaies
 - Hausse du nombre de transactions
- **Enjeux de protection des investisseurs :**
 - Facteur d'instabilité financière : risque de bulle, volatilité extrême
 - Risque juridique et réglementaire : aucun cadre légal protecteur
 - Risques opérationnels, de contrepartie, de liquidité, de non-exécution, de marché, comptables
 - Pour l'instant, réponses principalement fiscales

Cours d'indices bitcoins
(contre USD)



Source : Blockchain.info

Nombre de transactions de bitcoins par jours
(en milliers)

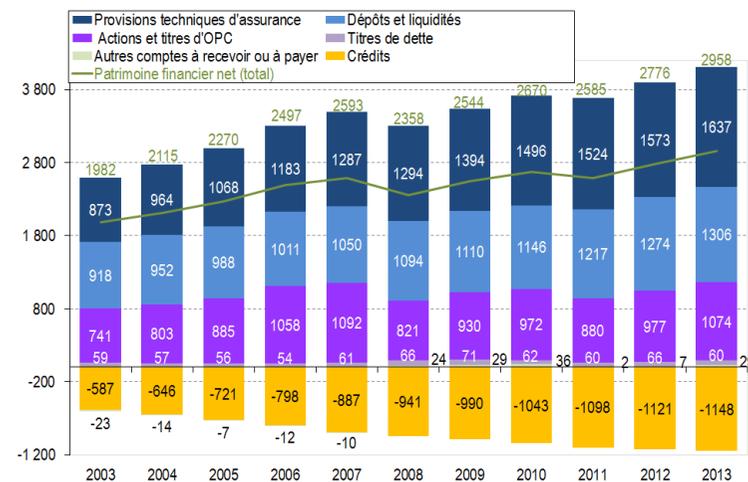


Source : Blockchain.info

Épargne financière des ménages : hausse du patrimoine financier

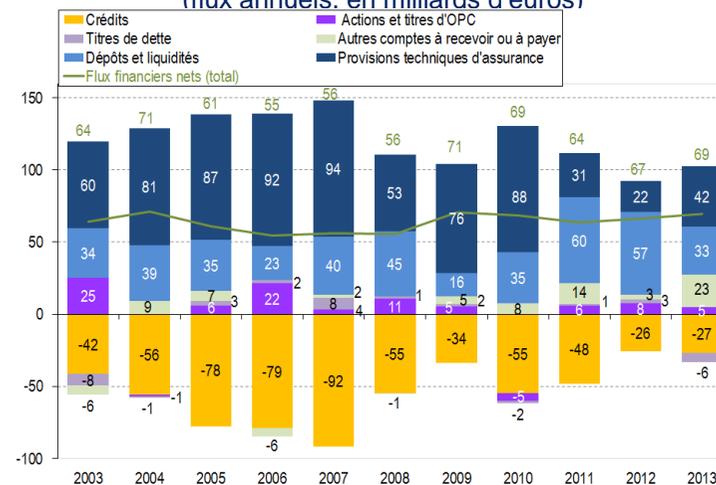
- Un taux d'épargne élevé (15,9 % fin mars 2014)
- Un tiers du patrimoine économique seulement composé d'actifs financiers
- Un patrimoine financier en hausse sous l'effet de la valorisation des actifs financiers
- Dynamique croissante de l'endettement
- Affaiblissement des flux de placements financiers
 - Reprise de l'assurance vie
 - Réduction de l'attrait des placements sous forme de livrets
- Maintien des cessions nettes en gestion collective
- Recul de la détention d'actions cotées

Patrimoine financier net des ménages 2003-2013
(encours, en milliards d'euros)



Source : BdF, Comptes nationaux financiers base 2005

Placements financiers nets des ménages 2003-2013
(flux annuels, en milliards d'euros)



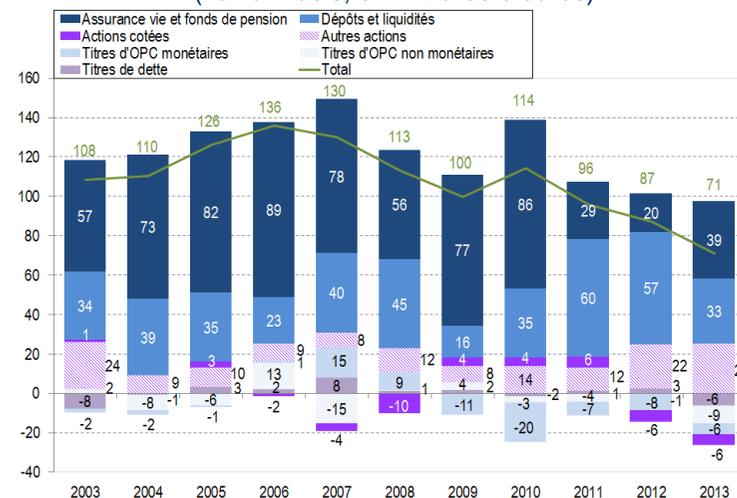
Source : BdF, Comptes nationaux financiers base 2005

Motif de précaution des ménages, mais risques de commercialisation

- Un arbitrage en faveur de l'épargne selon un motif de précaution : une prudence renforcée en matière de placements financiers
- Une réallocation des placements au profit de l'assurance vie, des dépôts et liquidités, des actions non cotées et des autres participations
- Des risques en matière de commercialisation

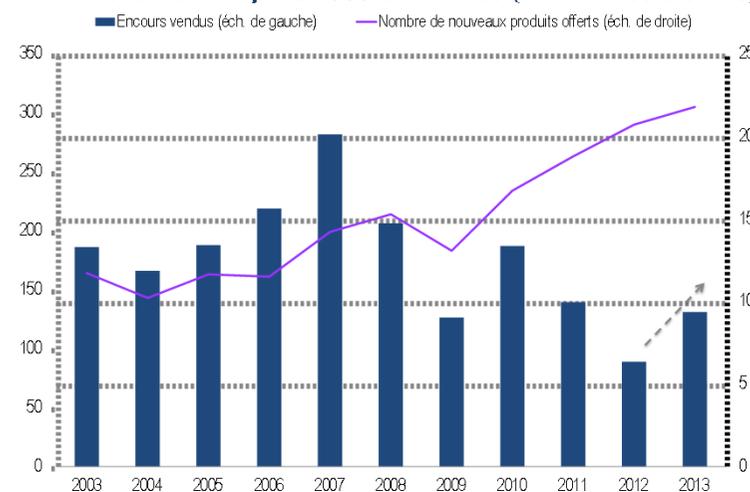
- Exposition à de nombreuses classes d'actifs, stratégies diversifiées, recherche de rendements plus élevés en période de bas niveau des taux d'intérêt
- Besoin d'informations financières claires

Évolution des principaux placements financiers
(flux annuels, en milliards d'euros)



Source : BdF, Comptes nationaux financiers base 2005

Ventes et nombre de produits structurés émis
annuellement depuis 2003 en France (en milliards d'euros)

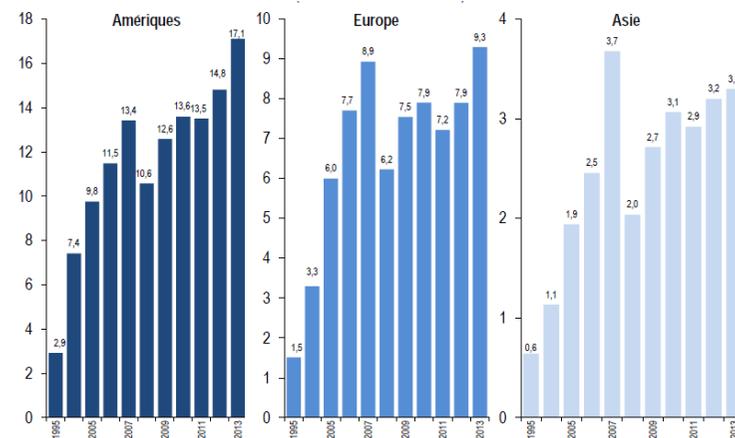


Source : Retail Structured products

AMF Gestion collective : des encours à un niveau historique

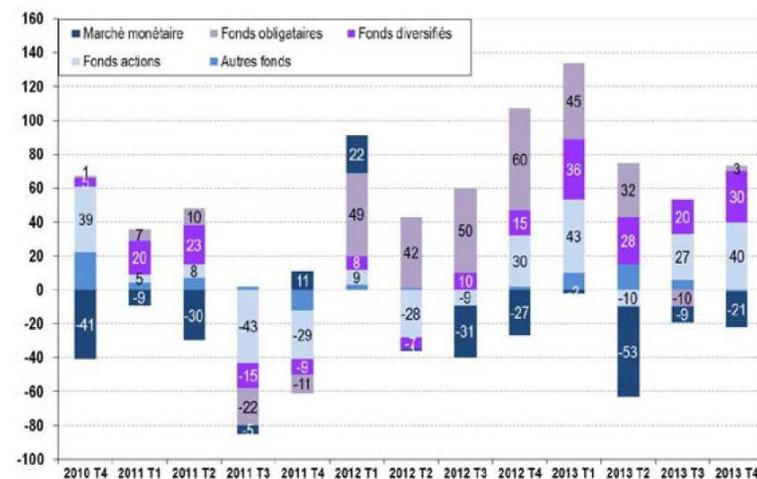
- **Le rebond des encours en 2012 a été confirmé en 2013 :**
 - +17 % en 2013 pour l'Europe
 - +15 % en Amérique et +3% en Asie
- **L'Europe représente 54 % de l'encours mondial en 2013, contre 53 % en 2012**
- **Une collecte nette positive pour les 3 zones et qui a même triplé en Europe**
- **En Europe, collecte nette pour toutes les classes d'actifs sauf les monétaires**
- **En France :**
 - Faible croissance de la gestion collective (+0,5 %), en lien avec une faible exposition aux actions et une importance historique des monétaires
 - Mais de nombreuses créations de produits et des réaménagements de gamme

Encours globaux des fonds de gestion collective
(en milliers de milliards de dollars)



Sources : EFAMA

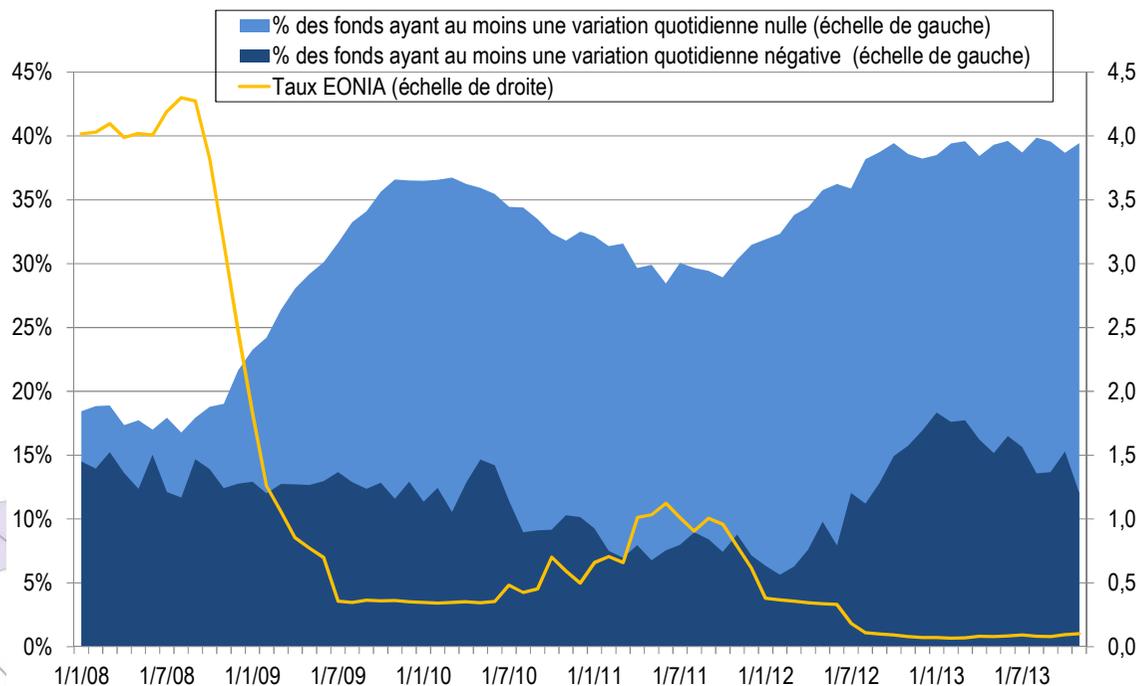
La collecte en Europe
(en milliards de dollars)



Source : EFAMA

Gestion collective : sensibilité aux taux d'intérêt

- **Le bas niveau des taux d'intérêt affecte la performance et les encours**
 - Fin 2013, 40 % des fonds monétaires affichent au moins un jour de performance négative ou nulle au cours du mois
 - Toutefois, la cyclicité de ces fonds conduit à nuancer l'analyse
- **L'AMF soutient la réforme des fonds monétaires proposée par la Commission européenne, visant à renforcer la gestion du risque de liquidité, en particulier pour les CNAV**



Les actions menées par l'AMF

- **Objectifs : protéger les investisseurs, préserver l'intégrité des marchés et prévenir des risques pour la stabilité financière**
- **Travaux de régulation internationaux et français**
 - MIF2
 - MAD/MAR
 - AIFM
 - EMIR
 - Finance parallèle (*shadow banking*)
 - Financement participatif (*crowdfunding*)
- **Des actions de prévention et d'alerte**
 - Impact du bas niveau des taux d'intérêt
 - Protection des épargnants : visites mystère, recommandations sur les informations concernant la commercialisation des produits structurés, surveillance des publicités sur internet