

Mai 2010

Département des Études



Risques et tendances - n°9

CARTOGRAPHIE 2010 DES RISQUES ET DES TENDANCES SUR LES MARCHÉS FINANCIERS ET POUR L'ÉPARGNE

Autorité des Marchés Financiers



Achevé de rédiger le 22 avril 2010

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

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

SOMMAIRE

ÉDITORIAL	4
INTRODUCTION	5
SYNTHESE DES TENDANCES ET DES RISQUES ET ACTIONS	10
1. Tendances et risques	10
2. Les actions	15
I - LES MARCHES DU CREDIT ET DES ACTIONS	18
1. Une nette dégradation de la qualité du crédit avec un impact finalement limité sur le marché primaire obligataire	18
2. Le marché de la titrisation soutenu par les autorités monétaires	30
3. Marchés d'actions : au terme d'une année en dents de scie, les indices boursiers ont rebondi de manière significative	34
4. Redémarrage progressif des introductions en bourse, mais poursuite du dépeuplement des cotes européennes	37
5. L'activité primaire des sociétés cotées est restée très dynamique	38
6. Le marché des fusions-acquisitions a atteint un point bas à l'été 2009	40
7. Quelles orientations de la demande d'actions ?	40
II – ORGANISATION DES MARCHES ET INTERMEDIAIRES	45
1. Négociation d'actions : des mutations des structures de marché à l'origine de nouveaux risques	45
2. Marchés OTC : la mise en place d'infrastructures de post-marché est de nature à réduire certains risques mais l'accroissement de la transparence reste, à ce stade, limité	53
3. Intermédiaires financiers : beaucoup de questions ouvertes et des conséquences encore incertaines pour la concurrence, les services aux clients et l'organisation des marchés	57
III – L'EPARGNE DES MENAGES	61
1. Les ménages se détournent des dépôts bancaires et se dirigent de nouveau vers l'assurance vie	61
2. Le poids de la gestion collective s'est redressé en 2009, principalement sous l'effet de la revalorisation des prix d'actifs	65
3. La détention globale d'actions augmente faiblement en 2009, après la baisse sensible observée en 2008	67
4. L'exposition des ménages au risque en capital a très faiblement augmenté en 2009	68
IV – LA GESTION COLLECTIVE	71
1. L'année 2009 se traduit par une reprise pour la gestion collective	71
2. La gestion alternative profite de la reprise des marchés et stabilise ses encours sous gestion	73
3. Le capital investissement en fort recul	74
4. La recherche de diversification et de sécurité favorise la demande de produits structurés et de fonds cotés	77
5. Les acteurs de l'industrie	80

Éditorial



Pour la quatrième année consécutive, l'AMF publie sa cartographie des risques, enrichie cette fois des contributions du Comité des risques nouvellement installé à l'AMF. Le spectre des risques pris en compte en a été élargi d'autant et intègre désormais analyses macroéconomiques et observations plus opérationnelles. Son intérêt en est accru compte tenu des interactions entre ces différents niveaux, insuffisamment prises en compte jusqu'ici.

Dans cet exercice toujours délicat d'anticipation, difficile de hiérarchiser les risques par degré d'imminence ou de dangerosité. Relevons surtout que l'horizon reste menaçant, même si les risques identifiés cette année empruntent des formes différentes, au fur et à mesure que la crise financière déroule ses épisodes. Hier, c'était la contraction du crédit qui inquiétait, aujourd'hui, c'est le montant des dettes publiques. La crise grecque et plus largement les tensions sur les financements de certains Etats européens et le coût de leurs emprunts sur les marchés en sont l'illustration.

Mais l'intention de l'AMF avec cette cartographie n'est certainement pas de sonner le tocsin en provoquant un affolement stérile. Ce serait faire un contre-sens sur le bon usage de ce document. Son ambition est d'abord d'inspirer l'action du régulateur, à un moment charnière. Car pour bien réguler, encore faut-il bien cerner les risques que l'on veut prévenir ou circonscrire. Sinon, le régulateur ajouterait du risque au risque en apportant des réponses réglementaires inadaptées, mal calibrées, voir superfétatoires.

Pour bien lire ce document, il faut donc le relier au programme de travail de l'AMF : je pense à nos tentatives d'harmonisation des règles sur les ventes à découvert, à nos contributions aux travaux sur la supervision des marchés de gré à gré, ainsi qu'à nos propositions pour lutter contre l'opacité et la fragmentation croissante des structures de marchés tout en intégrant les conséquences du développement du *trading* haute fréquence. Je pense aussi à nos efforts pour mieux protéger le public d'une offre de plus en plus large d'une gamme de produits d'investissement par trop complexes. Je pense enfin à nos efforts pour prévenir les risques d'arbitrage réglementaire et d'insécurité juridique découlant de l'hétérogénéité des réglementations domestiques. C'est cela que je souhaite que l'on retienne de l'édition 2010 : non des incantations, mais des solutions, alors que jamais le besoin d'une régulation forte et convergente d'une place à l'autre n'a été aussi criant.



Jean-Pierre JOUYET

Introduction

Les risques identifiés en 2009 et les actions menées

De la crise financière à la crise économique

La précédente cartographie des risques de l'AMF a été publiée en juin 2009, dans un contexte de marché encore très volatile. Elle soulignait les tensions sur les marchés du crédit et de fortes incertitudes sur l'évolution des prix des actifs et les bilans des intermédiaires bancaires et financiers. Le suivi de la crise financière a ainsi impliqué pour l'AMF une vigilance particulière au niveau de l'information financière fournie par les établissements bancaires et de l'application des normes comptables. La forte dégradation du contexte économique qui a suivi la crise financière s'est par ailleurs traduite par des problématiques spécifiques d'information au marché pour les entreprises en difficulté ou d'application des normes (dans le cas de ruptures de *covenants* notamment). Certaines sociétés ont réalisé des opérations d'augmentation de capital dans des délais très courts, ce qui a pu poser des problèmes particuliers lors des examens des demandes de visas. Dans cet environnement économique très dégradé, et dans la lignée de l'année précédente, il n'y a quasiment pas eu d'introductions en bourse en 2009 (à l'exception d'une introduction importante en fin d'année) et très peu d'offres publiques. En revanche, les levées de fonds par augmentation de capital ou émission de convertibles ont atteint des niveaux record, notamment pour les grandes capitalisations.

La cartographie 2009 identifiait par ailleurs des risques opérationnels sur les marchés des dérivés de gré à gré, notamment des dérivés de crédit, résultant du manque de robustesse des processus de post-marché sur ces activités. Dans ce domaine, et dans la lignée des recommandations du G20, des efforts importants ont été réalisés par la communauté financière internationale, sous la conduite des régulateurs, et se poursuivent en 2010. L'AMF préside le Post-Trading Standing Committee de CESR (PTSC) et suit les projets de chambres de compensation et de *trade repositories*, en lien avec la future proposition législative de la Commission européenne sur les infrastructures de marché. L'AMF contribue aussi à la révision des standards CPSS-IOSCO.

La cartographie soulignait aussi deux principaux risques pour les marchés d'actions : d'abord des risques pour le financement des entreprises, et, d'autre part, des risques au niveau de la structure de marchés dans un contexte de fragmentation des marchés autorisé par la directive Marchés d'Instruments Financiers (MIF) et favorisé par les innovations technologiques. Ces risques ont donné lieu à deux chantiers majeurs, lancés en 2009 et qui se poursuivent en 2010 :

- les initiatives prises en faveur des petites et moyennes entreprises (possibilité de transfert des sociétés cotées sur Euronext vers Alternext, prise en compte des valeurs moyennes dans les travaux sur les comités d'audit ; de nouvelles actions vont être lancées dans le cadre du plan pour le financement des PME annoncé en mars 2010 par le Ministre de l'Économie) ; l'AMF a aussi modifié les règles d'encadrement du prix dans les IPO pour offrir aux acteurs une souplesse supplémentaire ;
- les travaux de révision de la Directive MIF (rapport Fleuriot, travaux CESR, groupe de place coordonné par l'AMF) et les efforts menés par l'Autorité des Marchés Financiers pour assurer la qualité et le suivi des données de *reporting* des transactions dans un environnement de marché désormais fragmenté.

Risques pour les investisseurs

Les autres grandes thématiques de risques mises en avant par la cartographie 2009 portaient sur l'épargne individuelle et collective. La cartographie rappelait en particulier les risques résultant des

évolutions rapides de l'offre de produits et de la complexité de certains fonds ou des modalités de gestion de leur marché secondaire. Un premier axe de travail de fond pour l'AMF en 2009 a ainsi porté sur l'information communiquée à l'épargnant, notamment dans le cadre de la réforme du prospectus simplifié des OPCVM : le prospectus privilégie la présentation des informations essentielles, l'utilisation d'un indicateur synthétique de risque/rendement (complété d'un commentaire), ainsi que la mention des droits d'entrée et de sortie dans les fonds sous-jacents pour les OPCVM d'OPCVM. L'AMF publie aussi des alertes lorsqu'elle estime que certains produits présentent des risques particuliers (cas des *contracts for differences*). Néanmoins, l'efficacité de cette démarche dépend de la compréhension par les clients de ces informations, et donc, du niveau de formation des épargnants, et du processus de commercialisation, deux axes majeurs du nouveau plan stratégique de l'AMF.

L'affaire Madoff a par ailleurs brutalement rappelé les risques pour les investisseurs en cas de comportements frauduleux, de manquements professionnels et de défaillances des cadres réglementaires ; dès la découverte de la fraude, l'AMF a travaillé avec les sociétés de gestion, d'une part, pour qu'elles informent leurs clients sur l'exposition de leurs OPCVM aux fonds touchés par la fraude et, d'autre part, dans le suivi des actions à mener (constitution de *side pockets*, réorganisation de la liquidité, liquidation de certains fonds, etc.). Des contrôles ont aussi été menés sur la commercialisation de ces fonds en France. Le cas Madoff montre les conséquences pour la protection des investisseurs des décalages et divergences dans les cadres réglementaires en Europe : l'AMF plaide dans ce domaine pour une harmonisation renforcée des réglementations domestiques, à travers, notamment, des pouvoirs forts pour la nouvelle autorité européenne des marchés, l'ESMA.

Enfin, l'impact de la crise sur la liquidité et la performance des fonds monétaires a obligé les régulateurs à revoir la classification de ces fonds et la nature des informations fournies aux investisseurs. L'AMF a défendu ses positions au sein de CESR et espère maintenant que les travaux engagés permettront la mise en place d'une classification monétaire harmonisée dans les plus brefs délais. Un autre volet d'actions a concerné les OPCVM de fonds alternatifs exposés à des véhicules affectés par la dégradation de la liquidité sur certains marchés.

Les leçons de la crise : le renforcement des moyens d'identification et de prévention des risques

La crise a montré les défaillances au niveau des intermédiaires dans la compréhension et la gestion de leur exposition au risque. Elle a aussi montré l'insuffisance des moyens mis en œuvre par les régulateurs pour l'identification et la prévention des risques, et notamment des risques systémiques.

Les recommandations du G20

Tirant les leçons de la crise, le G20 a mis en avant la dimension macro-économique de la régulation financière et demandé, d'une part, le renforcement de la coordination entre autorités pour éviter l'accumulation excessive de risques dans le système, et, d'autre part, l'intégration d'un objectif explicite de stabilité financière pour chacune des autorités en charge de la régulation et de la supervision du secteur bancaire et financier. Au niveau européen, le rapport de Larosière a posé les bases d'une nouvelle architecture de supervision financière qui intègre ces préoccupations et a conduit aux réformes institutionnelles en cours d'adoption aujourd'hui.

Une préoccupation au cœur des engagements de l'AMF

Le renforcement de l'approche par les risques et de la surveillance des marchés et des acteurs se retrouve au premier plan des engagements pris par l'AMF dans son plan stratégique ; il se traduit par des actions concrètes :

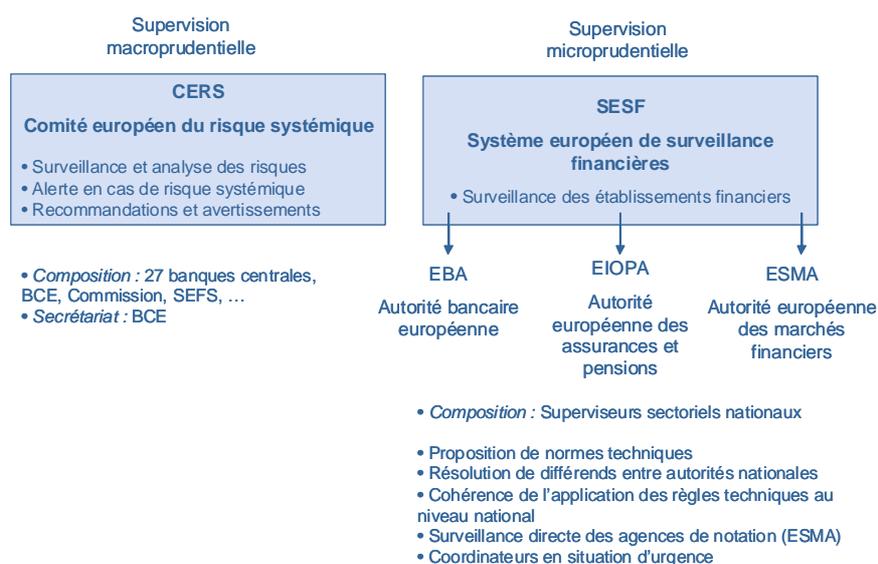
- L'accroissement des moyens mis en œuvre et le développement de nouveaux outils pour la surveillance des marchés : il s'agit, d'une part, de faire face à la complexité croissante des stratégies de négociation et des marchés, et, d'autre part, de répondre à la volonté de renforcer la surveillance des transactions réalisées sur les marchés de gré-à-gré ;
- Le renforcement de l'approche par les risques dans le ciblage des contrôles ;
- La création d'un Observatoire de l'épargne et des produits financiers, commun à la nouvelle Autorité de Contrôle Prudentiel, et destiné en particulier à assurer une veille sur l'offre de produits financiers destinés aux investisseurs particuliers ;
- La mise en place d'un Comité des risques au sein de l'AMF, conçu pour croiser les analyses macroéconomiques ou portant sur des données agrégées et les observations plus microéconomiques réalisées au niveau des différents services, ou des sources externes.

Le schéma global

Au niveau international, le Conseil de la Stabilité Financière (CSF) joue un rôle désormais important dans l'identification des risques pour la stabilité financière. À l'échelle européenne, de nouvelles autorités de surveillance devraient voir le jour d'ici la fin de l'année :

- Le Comité européen du risque systémique, chargé de la surveillance macroprudentielle européenne,
- Le Système européen de superviseurs financiers, réseau décentralisé composé des trois nouvelles autorités de supervision européennes en charge de la surveillance microprudentielle, et notamment, pour les marchés, l'ESMA, European Securities Markets Authority, qui remplacera CESR.

Les autorités domestiques sont ainsi désormais impliquées de manière plus régulière dans des exercices d'identification des risques, pour chaque segment du secteur financier (banques, assurances, marchés), et d'un point de vue trans-sectoriel.



Sources : Commission européenne, Banque de France.

En France, le Comité de la Régulation Financière et du Risque Systémique, auquel participera l'Autorité des Marchés Financiers, remplacera le Collège des Autorités de Contrôle des Entreprises du Secteur financier (CACES) à l'entrée en vigueur de la loi de régulation bancaire et financière. Il doit notamment examiner la situation du secteur et des marchés financiers français d'un point de vue macro-prudentiel et évaluer les risques systémiques.

**Risques systémiques, risques pour la stabilité financière :
un nouveau rôle pour les régulateurs de marché**

Les principes d'évaluation de l'« importance systémique » proposés par le FMI, la BRI et le CSF

A la demande du G20, le FMI, la BRI et le CSF ont publié des principes généraux visant à faciliter l'évaluation par les autorités nationales de l'« importance systémique d'institutions, de marchés ou de produits »¹. Le document définit un « événement systémique » comme « *a risk of disruption to financial services that (i) is caused by an impairment of all or parts of the financial system and (ii) has the potential to have serious negative consequences for the real economy* ». Il s'agit donc d'évaluer non seulement l'importance systémique d'un acteur ou d'un marché, mais aussi les externalités négatives qui pourraient découler d'une défaillance à son niveau. Cela inclut les risques posés par les institutions de taille importante mais aussi les risques découlant des liens entre des institutions de toutes tailles.

Trois critères sont proposés : la taille (le volume de services financiers fournis), l'absence de substituabilité (l'impossibilité que d'autres composantes du système financier fournissent des services équivalents en cas de défaillance), l'interconnexion (les liens avec d'autres composantes du système financier). L'analyse doit être complétée par une évaluation des « vulnérabilités » (effets de levier, risques de liquidité, décalages de maturité, complexité, y compris dans les structures des groupes financiers, etc.) et de la capacité du cadre institutionnel à y faire face (infrastructures de marché, mécanismes de gestion des crises et des faillites, etc.).

La prévention des risques systémiques intégrée de manière explicite dans les principes de régulation de marché

Alors que les préoccupations de stabilité financière et de risques systémiques sont traditionnellement de la responsabilité des banques centrales (au niveau macro) et des autorités prudentielles (au niveau micro de la robustesse de chaque institution), il s'agit d'une approche relativement nouvelle pour les autorités de marché. Faisant suite aux recommandations du G20, l'OICV a entamé des travaux en vue de renforcer ses principes de régulation en ce qui concerne la prévention des risques systémiques. Il s'agit des risques systémiques découlant des activités de marché ou des entités soumises à la supervision des autorités de marché, mais aussi des marchés ou entités échappant à la régulation. Deux travaux récents de l'OICV illustrent cette nouvelle approche : d'une part, le rapport de la *Task Force* sur les *Unregulated Markets and Products*, publié par l'OICV en septembre 2009 et qui portait sur les marchés des produits titrisés et des CDS, et, d'autre part, la publication en février 2010 d'un format harmonisé pour la collecte de données de la part des *hedge funds*, visant à faciliter l'identification de risques systémiques liés à ce type d'acteurs.

Une responsabilité conjointe des régulateurs et des acteurs

Les régulateurs doivent renforcer les moyens mis en œuvre pour accompagner et comprendre les évolutions des marchés financiers et surveiller les sources potentielles de risques. Les régulateurs de marché doivent s'associer à cette démarche, la crise ayant montré les transferts possibles de risques systémiques en dehors du système bancaire et les liens étroits entre marchés et banques.

Cette cartographie participe à l'effort collectif en proposant certains thèmes d'attention pour les marchés et les investisseurs français pour les mois à venir. Il est aussi de la responsabilité des différents acteurs de la sphère financière de renforcer leurs propres moyens de suivi et d'anticipation des risques et d'engager le dialogue avec les régulateurs.

¹ FSB, IMF, BIS, Report to G20 Finance Ministers and Governors, Guidance to assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, octobre 2009.

La cartographie des risques 2010

L'exercice 2010 de cartographie est organisé selon quatre chapitres couvrant les marchés du crédit et des actions, l'organisation des marchés et les intermédiaires, l'épargne des ménages et la gestion collective. Il s'agit d'identifier les risques qui pourraient être spécifiques à l'environnement français, liés par exemple aux comportements de placements des ménages, mais aussi de mettre en exergue des tendances et des risques potentiels dans un contexte global, la crise des *subprime* ayant montré le degré d'interconnexion des économies et des systèmes financiers et les mécanismes de diffusion des risques.

Une synthèse des tendances et des risques est présentée à la fin de chaque chapitre et reprise ci-après pour chacun des chapitres ; cette synthèse générale est suivie d'une présentation des actions en cours ou à mettre en œuvre pour les principaux domaines de risques identifiés par la cartographie.

Synthèse des tendances et des risques et actions

1. Tendances et risques

Les marchés du crédit et des actions

TENDANCES

L'année 2009 aura été marquée par une normalisation du fonctionnement des marchés du crédit et des actions, dans laquelle l'intervention des pouvoirs publics a joué un rôle décisif. La mise en œuvre de plans de soutien au système bancaire et de mesures non conventionnelles de politique monétaire, conjuguée à l'amélioration progressive de l'environnement conjoncturel, a permis à partir du printemps le rebond des valorisations boursières ainsi que la réouverture des marchés du crédit, comme en ont témoigné des volumes d'émissions importants d'obligations *corporate* et le recul marqué des primes de risque sur l'ensemble des signatures. Pour une part, le retour des entreprises sur le marché de la dette a découlé de leur difficulté à se financer par le canal traditionnel du crédit bancaire. Les émissions d'actions sont quant à elles restées dynamiques tout au long de l'année, en partie du fait des recapitalisations du secteur financier.

Ce processus de normalisation demeure néanmoins fragile. Bien que des signes de raffermissement de l'activité aient été perceptibles sur le marché des fusions et acquisitions au second semestre, ce mouvement de reprise demeurerait incertain début 2010. Les introductions en Europe n'ont par ailleurs redémarré que très progressivement au premier trimestre 2010. Par ailleurs, la qualité du crédit d'entreprise, tout comme celle des produits de financement structuré, ont continué de se détériorer tout au long de l'année 2009 et le marché de la titrisation ne fonctionne que grâce aux plans de soutien des banques centrales. Enfin, la récession économique et les interventions des Etats dans la gestion de la crise ont contribué en 2009 à une détérioration des finances publiques des pays développés et à un accroissement des déséquilibres macroéconomiques mondiaux.

RISQUES

Le premier risque porte sur la **stabilité financière** et le **niveau du prix des actifs sur les marchés**. Les déséquilibres des finances publiques, l'abandon progressif des mesures non conventionnelles de politique monétaire et la résorption des excès de liquidités par les banques centrales, et enfin les incertitudes sur le rythme de la reprise économique, font courir les risques :

- de **hausse des taux d'intérêt** sur les marchés obligataires du fait des craintes sur la solvabilité des Etats, avec comme conséquence un durcissement des conditions de financement de l'ensemble des agents économiques et des moins-values sur les portefeuilles obligataires ; l'intensité de ce risque est élevée à court et à moyen terme, comme l'illustrent les tensions sur le financement de la dette de certains Etats depuis le début de l'année 2010 ;

- d'**instabilité des prix d'actifs** ; ce risque concerne plus particulièrement les marchés les moins liquides, dont certains ont connu récemment des flux d'investissement massifs, à l'image des marchés d'actions émergents ou des marchés de *commodities*.

Le second risque, d'intensité plus modérée, concerne la **répartition des flux de financement** entre les agents économiques et le **financement en fonds propres des entreprises**. Les émissions massives de titres par les Etats, les banques, mais également par les entreprises en raison du freinage de l'offre de crédit bancaire, peuvent exacerber à moyen terme la concurrence pour les financements de marché et engendrer des effets d'éviction, tant sur les marchés d'actions que sur les marchés du crédit. Les financements en fonds propres des entreprises, en particulier celles de taille petite ou moyenne, pourraient par ailleurs pâtir à court et à moyen terme d'une réduction des placements en actions des investisseurs institutionnels, en lien avec le durcissement de la réglementation prudentielle, d'une allocation d'actifs

sécuritaire des ménages, en particulier dans une phase post-crise où leur aversion au risque est élevée, ou enfin des difficultés rencontrées par les fonds de capital investissement.

Un troisième risque porte sur l'émergence de **nouveaux produits** sur le marché du crédit (CoCos, Re-Remic), en réaction au durcissement des contraintes réglementaires des banques en matière de fonds propres ou afin de satisfaire les exigences des investisseurs en matière de notation des titres en portefeuille. La complexité de ces différents instruments de dette peut soulever des problèmes d'**appréciation du risque de crédit** et de **valorisation** par le marché.

L'organisation des marchés et les intermédiaires

TENDANCES

Les marchés secondaires d'instruments financiers sont soumis à des évolutions structurelles majeures qui résultent des innovations technologiques et financières, de l'intégration croissante des marchés et des réformes annoncées suite à la crise financière. Sur les marchés actions, ces évolutions se traduisent par le développement de techniques d'arbitrage et de routage d'ordres sur des marchés fragmentés et par l'émergence de nouvelles offres destinées aux traders algorithmiques et haute fréquence (réduction des temps de latence, des pas de cotation, structures tarifaires asymétriques, etc.) et aux intervenants désireux de traiter dans une plus grande opacité (nouveaux types d'ordres, *dark pools*, etc.). Il en découle que pour intervenir sur ces marchés de plus en plus complexes, il est nécessaire de disposer de moyens et d'infrastructures beaucoup plus substantiels que par le passé ou de recourir aux quelques intermédiaires susceptibles d'en disposer.

Sur les marchés dérivés de gré à gré, les efforts, initiés par l'industrie, mais qui seront complétés par une action législative, portent sur la réduction des risques et la mise en place de *reporting*, à travers notamment la standardisation des procédures, l'automatisation des traitements, la standardisation de certains produits, et la création de chambres de compensation et de *trade repositories*. Ces réformes concernent d'abord le marché des CDS, et devront progressivement être étendues aux dérivés de taux et d'actions. L'industrie n'est donc qu'au début d'un chantier de longue haleine, dont les bénéfiques, notamment pour la stabilité financière, sont encore loin d'être complètement réalisés. Les évolutions sur ces marchés se couplent par ailleurs avec la réforme profonde du cadre prudentiel des banques, dont certains aspects visent aussi à renforcer la sécurité des marchés de gré à gré. Ce nouveau cadre prudentiel aura aussi à terme des conséquences sur les stratégies des banques et leur implication dans les différentes activités de marché.

RISQUES

Sur les marchés actions, le développement du **trading haute fréquence** (HFT) et la **complexité croissante des structures de marché** (fragmentation des marchés, *dark pools*) peuvent conduire à des risques pour :

- **l'efficacité du processus de formation des prix** et plus particulièrement des prix publics, dans un contexte d'opacité croissante (impact des dérogations au régime de transparence, qualité des données pré- et post-négociation), là où les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociations ont aussi un rôle d'information sur la valeur des actifs ;
- **l'égalité d'accès (et de coût d'accès) à la liquidité** des différentes catégories d'intervenants ; en particulier, le caractère plus difficilement accessible et interprétable de l'information pertinente peut altérer la mise en œuvre des principes de « *best execution* » de la MIF et la transparence pré-négociation qu'elle requiert ;
- **la sécurité du marché** si les intervenants ont une maîtrise insuffisante des techniques automatisées de négociation ;
- **l'intégrité du marché** dès lors que les stratégies de trading sont détournées de leur objectif initial pour être utilisées à des fins de manipulation de marché.

A en juger par l'évolution de la structure des marchés actions américains, les transformations des marchés européens semblent vouées à se poursuivre et s'accélérer avec les risques qui lui sont inhérents. A l'inverse, des travaux réglementaires initiés de part et d'autre de l'Atlantique pourraient limiter les effets potentiellement indésirables de ces changements.

Sur les marchés de gré à gré, la mise en œuvre pratique des orientations réglementaires nécessite dans l'immédiat une vigilance particulière vis-à-vis de la **gouvernance des nouvelles infrastructures de marché** (chambres de compensation et *trade repositories*), leur **supervision** et le cas échéant l'organisation de la concurrence. Ces infrastructures sont par nature systémiques ; dans un contexte encore très peu harmonisé, un des principaux enjeux portera sur le niveau des exigences imposées à ces nouvelles entités et la prévention de toute forme de concurrence réglementaire.

Enfin, les réformes prudentielles en cours vont renforcer la solidité des établissements financiers et des marchés et remédier à certains dysfonctionnements apparus à la lumière de la crise. Des risques nouveaux pourraient cependant émerger à moyen terme, liés à de possibles **transferts de risques** en dehors de la sphère financière régulée et à l'impact éventuel des mesures sur les marchés et les intermédiaires, en particulier à travers une réduction possible des activités de marché les plus consommatrices en capital.

L'épargne des ménages

TENDANCES

Alors qu'en 2008 le comportement de placements des ménages avait été significativement affecté par la crise financière, la montée des incertitudes et la dégradation de l'environnement macro-économique, 2009 apparaît davantage comme une année de transition. En France, comme dans les autres pays européens, les placements financiers demeurent orientés en priorité vers les actifs peu risqués, mais avec des arbitrages massifs au profit des contrats d'assurance vie en euros et au détriment des produits d'épargne liquides, pénalisés par la faiblesse des taux d'intérêt de court terme. Les obligations en détention directe ont également bénéficié de flux assez significatifs, de 7,5 milliards d'euros, tirées par l'émission d'un grand émetteur.

Dans ce panorama d'ensemble, qui témoigne d'une aversion au risque encore forte des ménages, on remarque néanmoins une certaine volonté de se repositionner sur les marchés d'actions et, le cas échéant, de profiter de la remontée des performances boursières. Alors qu'en 2008 les ménages s'étaient massivement détournés des produits à fort contenu en actions, en particulier les contrats d'assurance vie en unités de compte, les titres d'OPCVM actions et les actions cotées détenues en direct, en 2009 leurs flux de placements à destination de ces produits redeviennent faiblement positifs. A fin 2009, le patrimoine financier des ménages demeure cependant majoritairement composé d'actifs très faiblement risqués (80% à fin septembre 2009), dont la moitié environ est de surcroît très liquide, du fait notamment du cadre fiscal privilégié des produits d'épargne réglementée. Le poids des actions, en détention directe et indirecte, est estimé à un peu plus de 12% du patrimoine financier.

RISQUES

Le premier risque porte sur l'**allocation des portefeuilles** et la **rémunération de l'épargne**. Les structures de portefeuille, encore très sécuritaires, se traduisent par un excès de liquidités et corrélativement par une insuffisance d'épargne longue investie en actions, notamment dans la perspective du financement des retraites. Les conséquences négatives de ces choix d'allocation des ménages sur la rémunération globale des patrimoines financiers sont exacerbées à court terme par la faiblesse des taux d'intérêt, qui abaisse significativement la rémunération des actifs sans risque.

Par ailleurs, le renforcement des exigences en capital et de liquidité qui va être imposé aux banques et aux compagnies d'assurance à travers les réformes prudentielles va affecter sensiblement l'activité de ces acteurs et leur capacité de transformation financière. Même s'il

est à ce stade difficile d'anticiper les effets précis pour les épargnants de ces changements, on peut évoquer à moyen terme des risques potentiels sur **les coûts d'intermédiation financière** à la charge des détenteurs de produits d'épargne. L'intensité de ce risque est cependant difficile à évaluer : la volonté des banques de préserver leur rentabilité peut entraîner une augmentation du niveau des frais et des marges d'intermédiation financière, mais ce mouvement est susceptible d'être contrebalancé en partie par la concurrence pour capter les dépôts, qui peut tirer vers le haut la rémunération servie aux épargnants.

La Gestion collective

TENDANCES

L'année 2009 a été synonyme de reprise pour le marché de la gestion collective. La hausse des valorisations sur les marchés de titres, combinée à une collecte nette positive, a permis une progression notable des encours gérés, dans un contexte de réallocations au profit des fonds de long terme et au détriment des fonds monétaires. La gestion alternative a également profité de l'évolution favorable des marchés à partir du printemps 2009. Les *hedge funds* doivent cependant faire face à une demande de transparence et de sécurité des investisseurs, à une pression à la baisse des taux de commissionnement, et à des incertitudes sur le cadre réglementaire auxquels ils seront soumis. L'adoption par un nombre croissant de fonds du label UCITS, considéré comme protecteur par les investisseurs, pourrait être une première réponse à ces interrogations.

Le capital investissement a poursuivi en 2009 son mouvement de contraction. Le segment des LBO est confronté à un marché du crédit beaucoup plus sélectif, un recul de la profitabilité des entreprises et des niveaux de valorisation encore bas sur les marchés d'actions. Cet environnement freine à la fois les levées de fonds, le niveau des investissements et les sorties. Le segment du capital risque et du capital développement connaît un ralentissement beaucoup moins marqué. En France, les dispositifs fiscaux de la loi TEPA constituent un élément de soutien du marché du capital investissement, comme en atteste début 2009 le poids dominant des investisseurs particuliers dans les levées de fonds.

Le développement d'une offre de produits de gestion bipolaire (gestion passive *versus* gestion complexe) est probablement amené à se poursuivre, mais à un rythme atténué. La progression du marché des produits indiciels cotés (*Exchange-traded products*) s'est prolongée en 2009, utilisés notamment par les investisseurs pour se positionner sur le marché des *commodities*. Le développement de l'offre de produits complexes pourrait répondre à une demande spécifique d'investisseurs particuliers et institutionnels. Précisément, les contraintes de bilan de nombreux investisseurs institutionnels et l'aversion au risque des particuliers devraient stimuler l'offre de produits structurés présentant des éléments de garantie en capital.

Le redressement des encours gérés et de la collecte a permis un redressement de la rentabilité des sociétés de gestion, qui avait fortement chuté en 2008. En Europe, au-delà des réorganisations induites par le contexte de crise, les stratégies industrielles et commerciales des acteurs, notamment en matière de localisation, seront influencées par la mise en œuvre de la directive OPCVM IV.

RISQUES

L'élargissement et la complexification de la gamme des produits d'investissement, sa diffusion potentiellement plus grande auprès des investisseurs de détail et la coexistence de régimes juridiques distincts pour des produits économiquement similaires, invitent à souligner un certain nombre de risques pour la commercialisation et la transparence, en particulier :

- les risques d'une **compréhension insuffisante des produits** ou des marchés sur lesquels les actifs sous jacents sont investis, par les investisseurs mais également par les réseaux de distribution, avec comme conséquence possible une inadaptation aux besoins spécifiques du client ;

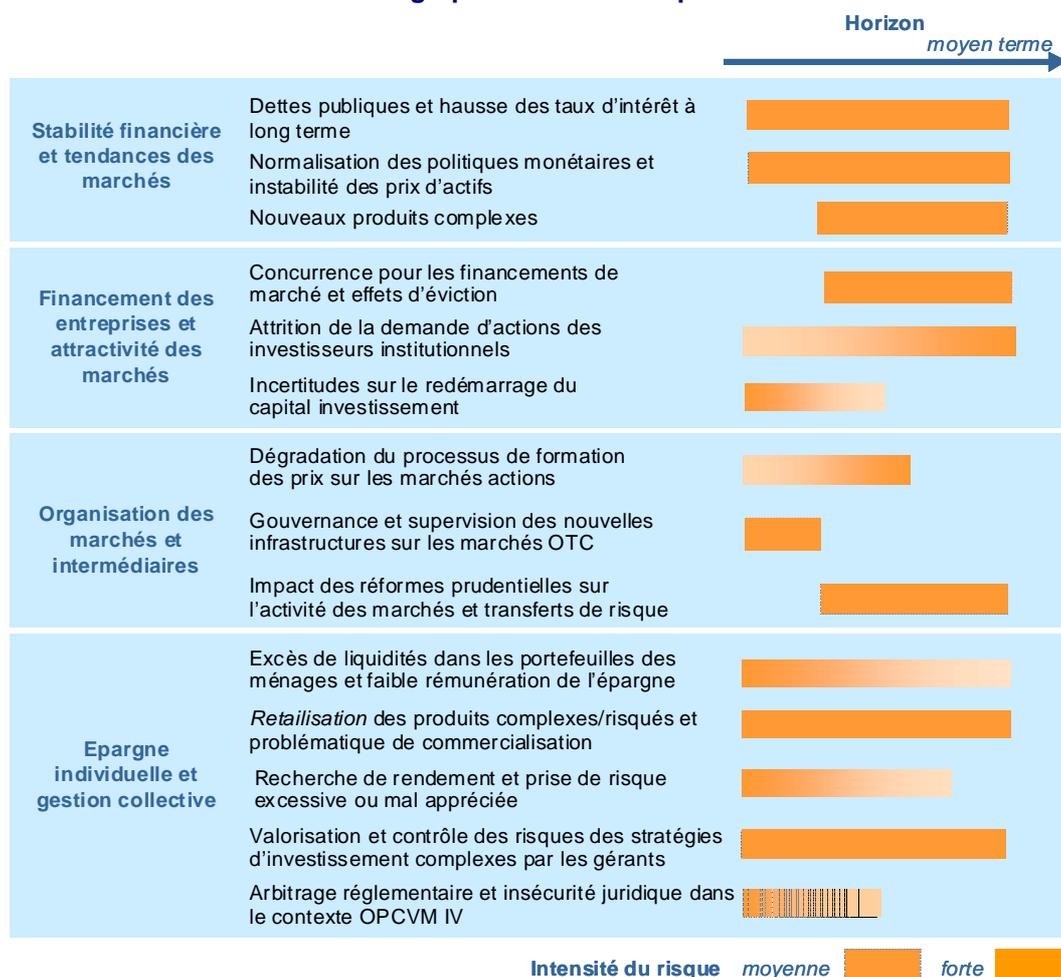
- les risques de **mauvaise appréciation des coûts** et de **surcharge tarifaire** découlant de l'existence éventuelle de frais « cachés », liés à l'élaboration des produits ou au mode de fonctionnement de leur marché secondaire dans le cas de fonds cotés ;

- les risques de **mauvaise valorisation des actifs** et de **contrôle insuffisant des risques** des stratégies d'investissement par les gérants et les promoteurs de fonds, notamment dans le cas de placements dans des actifs illiquides ou des produits dérivés complexes ; ce risque sera d'autant plus grand pour les acteurs de petite taille que la crise a pu fragiliser.

L'intensité de ces risques pourrait être par ailleurs exacerbée à court terme par le contexte de taux d'intérêt bas, qui est susceptible de stimuler la **recherche de rendement** par les investisseurs et l'élaboration de produits complexes.

Les évolutions réglementaires en cours en Europe à travers la mise en œuvre de la directive OPCVM IV et leurs conséquences sur les stratégies industrielles et commerciales des acteurs de la gestion d'actifs invitent par ailleurs à souligner les risques d'**arbitrage réglementaire** et d'**insécurité juridique** découlant de l'hétérogénéité des réglementations domestiques (par exemple en matière de transparence sur les frais).

Cartographie 2010 des risques



2. Les actions

Le régulateur de marché dispose de moyens d'actions pour répondre à certains des risques identifiés dans cette cartographie. Il incombe aussi aux différents participants des marchés de mettre en œuvre des stratégies et des actions pour réduire les risques ou en atténuer les effets.

La protection des investisseurs

Une première série d'actions concerne la compréhension des risques et la transparence des produits. Les mesures en faveur de l'éducation financière, de même que la publication de documents d'alerte ou d'information destinés aux investisseurs (par exemple sur les produits obligataires, dérivés ou assortis d'avantage fiscal), seront renforcées. Dans le domaine de la commercialisation, l'introduction du *key information document* (KID) pour les OPCVM constituera une avancée importante vers une plus grande transparence sur les risques et les frais des produits. Les travaux menés dans le cadre du projet *Packaged Retail Investment Products* (PRIPS) de la Commission européenne favoriseront par ailleurs une meilleure lisibilité et comparabilité des produits pour les investisseurs particuliers et augmenteront le niveau d'exigence d'ensemble dans le domaine des pratiques de vente et des règles de conduite professionnelle. Enfin, il faudra évaluer l'impact de la directive MIF sur la commercialisation des

produits financiers et les progrès en matière d'information et de conseil : l'AMF finance aujourd'hui une étude sur les questionnaires développés par les prestataires de services d'investissement et leur capacité à cerner le profil des épargnants ; la mise en œuvre de ces questionnaires dans le cadre de la relation avec le client devra également être évaluée.

Les pratiques de commercialisation constituent en effet un enjeu déterminant pour renforcer la confiance des investisseurs et assurer une adéquation entre leurs besoins d'épargne et les produits financiers qui leur sont proposés. Les actions au niveau réglementaire seront donc complétées par le renforcement des moyens de contrôle et de prévention de l'AMF, en particulier avec la mise en place de la Direction des Relations avec les Epargnants (DREP) et la constitution du Pôle Commun avec l'Autorité de Contrôle Prudentiel.

Enfin, la directive OPCVM IV va aussi conduire à une confrontation plus directe des cadres réglementaires et de protection des investisseurs ; pour l'AMF, il s'agira de renforcer les efforts qui portent sur le contrôle de la commercialisation de fonds ou de sociétés agréés à l'étranger, tout en continuant à soutenir le mouvement d'harmonisation au niveau européen et à promouvoir les avantages d'une réglementation forte.

Le financement des entreprises

Pour ce qui concerne le financement des entreprises, des actions sont menées pour optimiser le cadre pour les entreprises petites et moyennes cotées ou qui souhaitent se financer sur les marchés : renforcement de l'attractivité d'Alternext, allègement des obligations pesant sur les PME cotées dans le cadre du *Small Business Act* boursier européen annoncé en mars 2010, et promotion par l'AMF de certaines mesures proposées au niveau européen ou international, prise en compte des valeurs moyennes dans le cadre de la gouvernance d'entreprise, actions d'information des PME.

Une autre évolution concerne la relance du marché obligataire parisien, et, en particulier, les efforts menés dans le cadre d'un projet de place pour améliorer la transparence et l'efficacité du marché secondaire.

Par ailleurs, l'AMF participe aux travaux menés à l'échelle internationale sur la titrisation : il s'agit d'empêcher à l'avenir les excès apparus avec la crise tout en contribuant au redémarrage d'un marché essentiel dans les circuits de financement des économies, en favorisant, d'une part l'élaboration de produits simples et aisément compréhensibles par les investisseurs et, d'autre part, la transparence par la diffusion d'une information appropriée à l'émission et en cours de vie des produits.

La formation des prix et l'organisation des marchés

Le programme de travail des régulateurs s'articule autour de trois axes : la structure des marchés et les mécanismes de formation des prix, le renforcement de l'intégrité des marchés et des moyens de surveillance, et enfin, la sécurité des marchés et des mécanismes de post-marché.

Les travaux de l'AMF en la matière se centrent tout d'abord sur la révision de la Directive MIF, qui devra considérer les conséquences des différentes exemptions au régime de transparence et les moyens de remédier aux défaillances observées aujourd'hui, en particulier dans le domaine de l'information post-négociation. Il importe aussi d'analyser les conséquences et les risques potentiels attachés au développement du *trading* algorithmique et du *high frequency trading*. Le CESR poursuit par ailleurs ses travaux sur la transparence des marchés obligataires et dérivés.

La question de la formation des prix constitue un enjeu d'autant plus important qu'elle intervient dans un environnement caractérisé par le *mark to market* et les effets de résonance entre les marchés et le prudentiel. La crise a ainsi montré les problématiques spécifiques aux marchés

illiquides. Pour les marchés de matières premières, les réflexions sur le fonctionnement et la supervision initiées avec le rapport Chevalier se poursuivront en 2010, avec en particulier comme principal objectif la réduction de la volatilité des prix sur certains marchés ; les travaux se poursuivent aussi sur l'encadrement du marché du CO2 (commission Prada). L'AMF s'intéresse aussi à la croissance du marché des fonds indiciels cotés et aux implications potentielles sur les marchés d'actifs sous-jacents, notamment pour les marchés plus étroits.

Les efforts seront par ailleurs poursuivis pour renforcer l'intégrité des marchés, actions et non-actions, avec notamment la révision de la Directive Abus de Marché et les efforts accrus en matière de surveillance. Sans attendre la mise en œuvre des *trade repositories* au niveau européen et international et le texte législatif européen sur le post-marché, les régulateurs européens se sont ainsi d'ores et déjà mis d'accord pour des échanges de données à court terme sur les transactions réalisées de gré à gré ; l'AMF renforce par ailleurs la surveillance de ces opérations, en développant des outils spécifiques d'alerte sur ce type d'instruments et en renforçant la surveillance directe des acteurs *wholesale*. Le champ de surveillance et les moyens mis en œuvre se développent donc rapidement.

Enfin, pour favoriser la robustesse et la sécurité des marchés, l'AMF soutiendra les initiatives européennes sur le post-marché (*European Market Infrastructure Legislation, EMIL*), en militant pour des règles précises et exigeantes pour l'encadrement de ces activités, de même au niveau international avec la révision des principes CPSS-IOSCO.

Les enseignements de la crise

Enfin, certains des risques identifiés par cette cartographie amènent à reposer la question des enseignements de la crise : complexité / lisibilité des produits et communication aux clients ; moyens mis en œuvre par les investisseurs institutionnels et les gérants de portefeuille pour respecter leurs obligations professionnelles vis-à-vis des clients (*due diligence*, suivi des risques et méthodes de valorisation des actifs, attitude vis-à-vis des produits structurés complexes nécessitant des compétences spécifiques) ; utilisation des notations ; recherche de rendement et correcte appréciation des risques.

Il est impératif pour les prestataires de services d'investissement de poursuivre les efforts entrepris après la crise. L'AMF encourage et soutient ces efforts, notamment au travers des mécanismes de certification professionnelle. Elle est aussi engagée dans les réformes relatives aux agences de notation et commencera à délivrer des agréments à l'été 2010, avant que ces compétences ne soient transférées à l'ESMA.

I - Les marchés du crédit et des actions

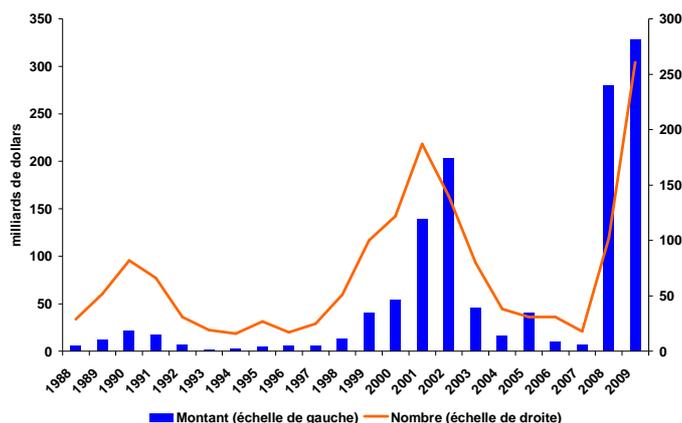
1. Une nette dégradation de la qualité du crédit avec un impact finalement limité sur le marché primaire obligataire

La dégradation de la qualité du crédit s'est poursuivie en 2009

S'inscrivant dans la tendance engagée depuis la crise financière, les taux de défaut d'entreprises ont de nouveau augmenté en 2009 pour atteindre des niveaux record. Au niveau mondial, il s'est établi, selon l'agence de notation Moody's, à 4,1% (contre 1,72% en 2008) et 1,46 % (0,53% en 2008) pour les seuls émetteurs européens.

Le nombre des défauts a plus que doublé, s'établissant à 261, contre 102 en 2008, dont les trois quarts dans le secteur industriel (graphique 1). Ils ont en outre porté sur des montants historiquement élevés, soit près de 329 milliards de dollars (contre 281 milliards de dollars en 2008). Contrairement à l'année précédente, qui avait été marquée par les défaillances de quelques grands émetteurs bancaires, les défauts se sont concentrés en 2009 dans le secteur non financier (près de 75 % des montants contre 20 % en 2008), notamment dans le secteur automobile.

Graphique 1 : Nombre et montant des défauts depuis 1988



Source : Moody's

Par ailleurs, les défauts ont particulièrement touché les émetteurs les plus fragiles classés en catégorie spéculative (plus de 87% du nombre total des défauts, selon Standard & Poor's). En effet, si le taux de défaut sur les obligations *high yield* au niveau mondial est passé de 3,48% en décembre 2008 à plus de 9,5% à la fin de l'année suivante, celui des *investment grade* s'est en revanche globalement infléchi, passant, au niveau mondial, de 0,41% à 0,31% (tableau 1).

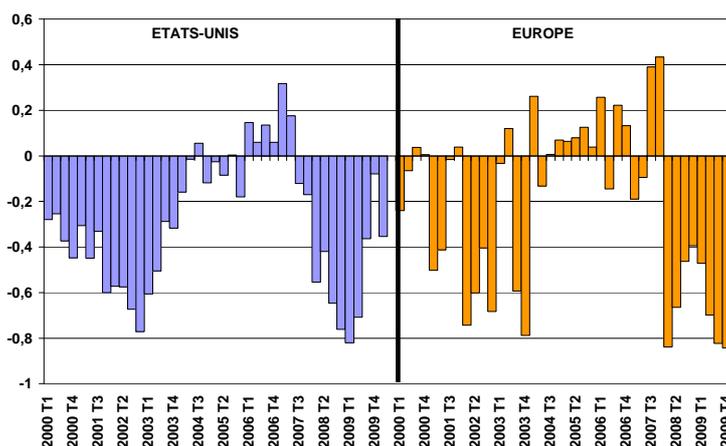
Tableau 1 : Taux de défaut (en%)

		Global	Etats-Unis	Europe	Marchés
Ensemble	2009	4,14	5,46	1,46	4,11
	2008	1,72	2,43	0,53	1,31
	2007	0,36	0,49	0,18	0,11
Catégorie	2009	0,31	0,26	0,21	0,78
	2008	0,41	0,72	0,11	0,22
	2007	0	0	0	0
Catégorie spéculative	2009	9,58	10,75	7,61	6,81
	2008	3,48	4,05	2,45	2,14
	2007	0,88	0,99	0,96	0,18

Source : S&P

Cette dégradation de la qualité du crédit trouve également une illustration dans les révisions de notations des agences. Aux Etats-Unis comme en Europe, les abaissements de notation sont demeurés supérieurs aux rehaussements tout au long de l'année 2009 et au début 2010, avec toutefois une amélioration perceptible en fin de période outre-Atlantique (graphique 2).

Graphique 2 : Rehaussements de notes de long terme, nets des dégradations, rapportés au nombre de sociétés notées par les trois agences Fitch, Moody's et Standard & Poor's en Europe et aux Etats-Unis (Rating drift, en %)

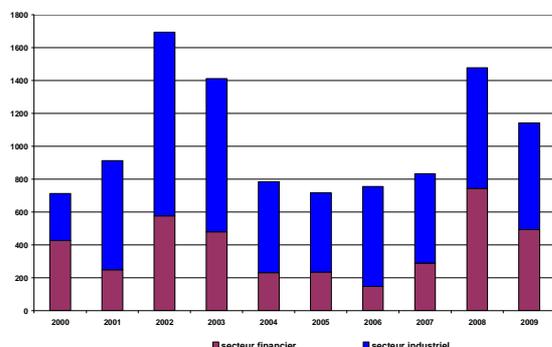


Sources : Bloomberg, calcul AMF.

Note : Le ratio ainsi construit évolue entre -1 et 1, la borne basse (respectivement haute) étant associée à une de la qualité du crédit faible (respectivement élevée).

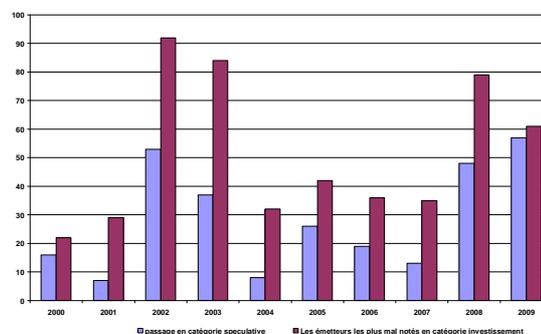
En 2009, les dégradations ont particulièrement touché le secteur industriel même si une partie importante d'entre elles a également concerné cette année encore le secteur financier (graphique 3). En Europe, elles se sont traduites par le passage de 57 émetteurs en catégorie spéculative (dont 10 émetteurs anglais, 5 émetteurs français et 3 allemands), tandis que 61 autres émetteurs étaient en décembre 2009 sous la menace d'une telle sanction, les dégradations successives les ayant classés au plus bas de la catégorie investissement (Baa3 ou BBB- selon les agences, graphique 4). Le risque de crédit restait élevé début 2010 pour ces derniers émetteurs qui se sont lourdement endettés en 2006 et 2007 et pour lesquels les besoins de refinancement risquent d'être difficilement couverts car ils demeurent confrontés à un marché du crédit relativement fermé et à des primes de risque encore significatives.

Graphique 3 : Dégradations de notations en Europe par secteur, toutes agences confondues



Source : Bloomberg, calcul AMF

Graphique 4 : Nombre d'émetteurs dégradés durant l'année en catégorie spéculative ou classés au plus bas de la catégorie investissement en fin d'année en Europe



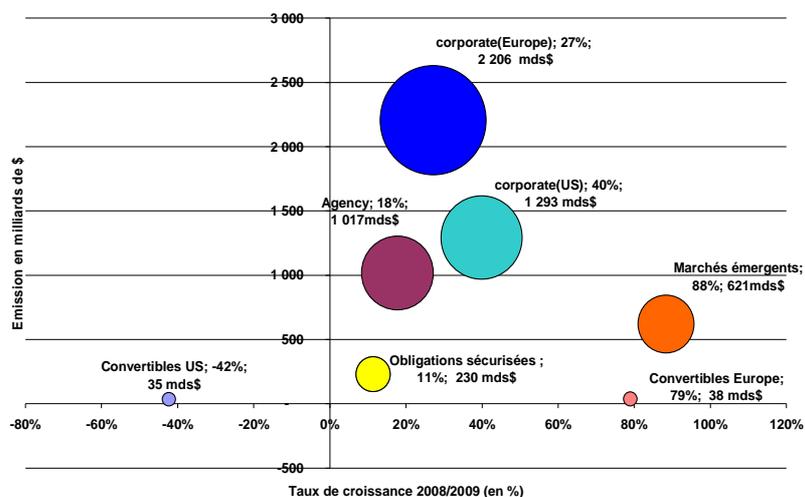
Source : Bloomberg, calcul AMF

La réouverture des marchés de la dette d'entreprise et le retour des primes de risque vers le niveau d'avant la crise

Malgré la dégradation de la qualité du crédit observée en cours de période, l'activité sur le marché primaire de la dette *corporate* est apparue particulièrement dynamique en 2009². Tous secteurs confondus, les émissions ont enregistré des hausses à deux chiffres aux Etats-Unis comme en Europe (graphique 5). Les montants levés ont ainsi dépassé 2 200 milliards de dollars en Europe (+ 27%) et 1 290 milliards de dollars aux Etats-Unis (+ 40% par rapport à 2008). Seules les émissions d'obligations convertibles aux Etats-Unis ont enregistré un recul important (plus de 40% sur l'année) ne réussissant pas à tirer profit du contexte de forte volatilité des marchés actions. Ces évolutions sont toutefois à relativiser au regard de la faible profondeur de ce marché estimé à moins de 40 milliards de dollars.

² Cette décorrélation entre la qualité du crédit et le niveau des émissions s'explique en partie par le fait que les défauts ont essentiellement concerné les émetteurs les plus fragiles, classés par les agences de notation en catégorie spéculative. Surtout, le risque de crédit au sein de la sphère privée a beaucoup diminué en cours d'année grâce aux mesures de relance sans précédent prises par les pouvoirs publics en faveur du secteur financier.

Graphique 5 : Emissions d'obligations *corporate* et taux de croissance comparés 2008/2009 par segment de marché en Europe et aux Etats-Unis



Source : Bloomberg, calculs AMF. Sont représentés les montants émis par secteur (*en ordonnée et évalués par la taille des bulles*) et le taux de croissance annuel 2008/2009 (*en abscisse*).

Pour autant, loin d'être uniformes, le rythme et le montant des émissions, de même que la nature et les motivations des émetteurs ont au contraire évolué au fil des mois.

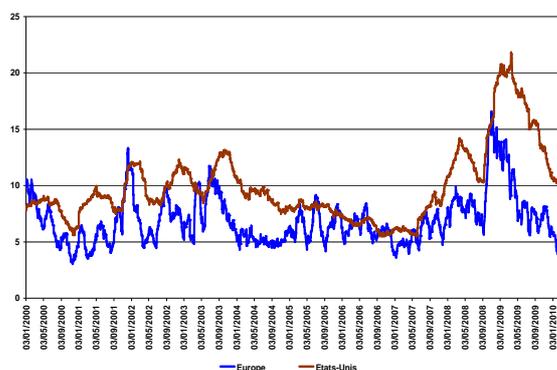
Après la faillite de Lehman Brothers, l'élévation des primes de risque avait empêché de nombreuses sociétés d'accéder aux marchés de capitaux, engendrant ainsi de sérieux problèmes de financement. C'est au cours du 1^{er} trimestre 2009 que le marché de la dette s'est progressivement ré-ouvert, parallèlement à l'atténuation des tensions sur le marché monétaire. Ce processus a été soutenu par un « effet rattrapage » qui a surtout bénéficié aux sociétés bien notées. Les entreprises industrielles ont alors profité, en dépit de conditions de financement de marché encore défavorables, d'une fenêtre d'opportunité pour procéder à des émissions obligataires. Ces dernières leur ont permis de faire face à des besoins de financement latents non couverts par les prêts bancaires, mais aussi de reconstituer des réserves dans le but de saisir des opportunités de rachat dans leur secteur.

Mais c'est au cours du deuxième trimestre 2009 qu'est intervenu un changement radical du sentiment du marché. La publication d'indicateurs macro-économiques favorablement orientés, la baisse des coûts des ressources des banques induite par l'atténuation des tensions sur le marché monétaire, ainsi que la mise en œuvre des mesures de soutien au secteur financier (encadré) et des plans de relance gouvernementaux, ont contribué de manière décisive à la réouverture des marchés du crédit et à la baisse des conditions de financement des sociétés. Du côté de la demande, l'année 2009 marque également le retour des investisseurs vers les produits de taux ayant un couple rendement-risque favorable. Dans un contexte marqué par des anticipations de taux d'intérêt sans risque faibles, le marché obligataire privé s'est révélé particulièrement attractif pour des investisseurs en recherche de rendement, d'autant que la volatilité s'y est avérée relativement plus faible que celle enregistrée sur les marchés actions (graphique 6). En Europe, comme aux Etats-Unis, les performances obligataires ont en effet fortement progressé pour atteindre des niveaux record de l'ordre de 18%, selon l'indice Iboxx Markit, les plus fortes hausses revenant aux secteurs *high yield* avec plus de 30% enregistrés sur l'année 2009.

La forte baisse des *spreads* obligataires enregistrée à partir du printemps (graphique 7) a incité de nombreuses entreprises à renégocier leur dette à des conditions plus avantageuses, dans la mesure où de nombreux emprunts avaient été contractés au plus haut de la crise à des *spreads*

élevés. Les émissions obligataires ont alors été un outil de restructuration massive des dettes en permettant d'allonger les maturités et d'améliorer le coût de portage.

Graphique 6 : Volatilité comparée des indices benchmark obligataire Bloomberg / EFFAS en Europe et aux Etats-Unis (en %)



Source : Bloomberg

Graphique 7 : Evolution des primes de risque sur le marché des CDS (en points de base)

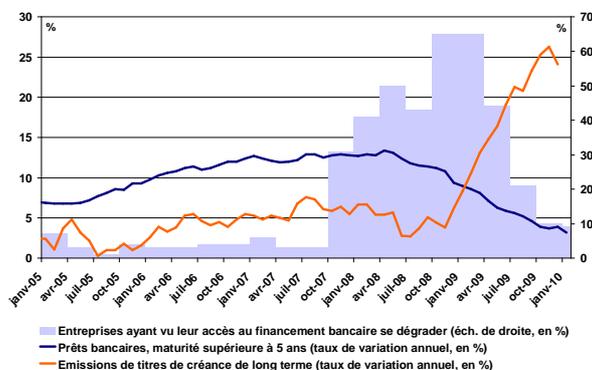


Source : Bloomberg

La baisse continue des *spreads* a abouti à partir de septembre 2009 au retour des émetteurs industriels les plus risqués sur le marché. Sur l'année, les émissions *high yield* ont enregistré des progressions de 156% aux Etats-Unis et 442% en Europe, ces évolutions étant cependant à relativiser au regard de la taille étroite de ces marchés, de l'ordre de 100 milliards de dollars aux Etats-Unis et 35 milliards en Europe.

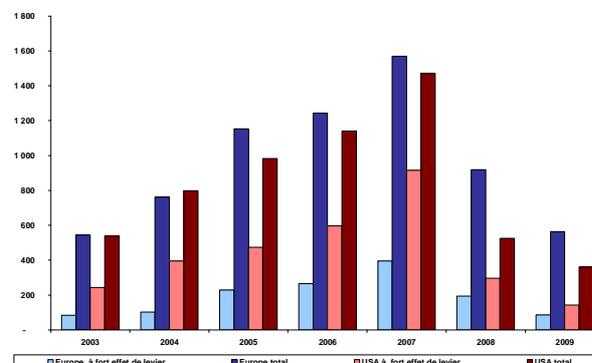
S'agissant des sociétés non financières, le dynamisme du marché primaire obligataire reflète, dans une certaine mesure, la substitution du financement de marché au financement bancaire, même si ce dernier demeure la source de financement privilégiée par les entreprises (graphique 8). Ce processus est notamment imputable à un durcissement des conditions d'obtention des prêts bancaires dans un contexte de freinage de l'offre de crédit. En d'autres termes, la réticence des banques à prêter aura été un facteur de soutien important au redémarrage du financement par les marchés. Selon Bloomberg, les prêts syndiqués en Europe et aux Etats-Unis ont ainsi enregistré en 2009 des reculs respectifs de 38% et 31% sur un an (graphique 9).

Graphique 8 : Financement externe comparé des sociétés non financières européennes



Sources : BCE et Commission européenne

Graphique 9 : Emissions de prêts syndiqués aux Etats-Unis et en Europe (en mds de dollars)



Source : Bloomberg

Les principaux programmes de soutien au secteur financier

La garantie publique des dettes bancaires apportée par de nombreux Etats afin de redonner aux banques accès aux ressources nécessaires au financement de leur activité de crédit, a revêtu des formes différentes selon les pays. En Allemagne, les garanties publiques sur les nouvelles émissions bancaires s'élèvent à 400 milliards d'euros, pour des maturités allant jusqu'à cinq ans. Cette garantie couvre les prêts interbancaires, les certificats de dépôt, les obligations sécurisées (Pfandbriefe) ou non. Au Royaume-Uni, la garantie de l'Etat apportée aux nouvelles dettes bancaires s'élève à 250 milliards de livres, tandis que les banques ont par ailleurs la possibilité d'échanger notamment des titres ABS (*asset backed securities*) bien notés contre des bons du Trésor, moyennant décote et commission. En France, ce dispositif s'est concrétisé par la création d'un organisme spécifique, la Société de Financement de l'Economie Française (SFEF), chargée de lever des fonds par le biais d'émissions obligataires afin de les prêter aux banques. Depuis sa création à l'automne 2008, la SFEF a émis un montant équivalent à 77 milliards d'euros sur les marchés de capitaux. A partir de l'automne 2009, la SFEF n'a plus réalisé d'émissions.

Pays	Programme autorisé (milliards)	Début d'éligibilité	Fin d'éligibilité	Echéance maximum
Canada - CLAF	Illimité	11/01/2008	04/30/2009	3 ans
France	EUR 320	10/16/2008	12/31/2009	5 ans
Allemagne	EUR 400	10/17/2008	12/31/2009	5 ans
Italie	Pas divulgué	Pas divulgué	12/31/2009	5 ans
Japon - BOJ	JPY 1000	Pas divulgué	04/30/2010	Pas divulgué
Japon - JBIC - OIL	Pas divulgué	01/27/2009	03/31/2010	Pas divulgué
Japon - JBIC - S/C	Pas divulgué	01/27/2009	03/31/2010	Pas divulgué
U.K. - Asset-backed S	GBP 50	04/22/2009	12/31/2009	Up to 5 years *
U.K. - Plan de protect	Pas divulgué	02/26/2009	03/31/2009	Pas divulgué*
U.K. - Plan d'achat d'	GBP 150	02/13/2009	Pas divulgué	Pas divulgué
U.K. - CGS	GBP 250	10/13/2008*	12/31/2009	3 ans*
U.S. - AMLF	Pas divulgué	09/19/2008	02/01/2010	Up to 270 days
U.S. - Build America B	Illimité	01/01/2009	12/31/2010	Pas divulgué
U.S. - CAP	Illimité	02/25/2009	05/25/2009	Up to 7 years *
U.S. - CPFF	Illimité	10/27/2008	02/01/2010	90 jours
U.S. - PPIP	USD 500*	02/10/2009	Pas divulgué	Pas divulgué
U.S. - TAF	Pas divulgué	12/14/2007	Pas divulgué	28 days
U.S. - TALF	USD 1000*	01/01/2009	06/30/2010	3 ans
U.S. - TARP	USD 700	10/14/2008	10/03/2010	Pas divulgué
U.S. - TLGP	Illimité	11/21/2008	10/31/2009	12/31/2012
U.S. - TSLF	USD 75	03/11/2008	02/01/2010	28 days
Australie	Illimité	11/28/2008	Pas divulgué	5 ans
Autriche	EUR 100	10/20/2008	12/31/2009	5 ans
Belgique	Pas divulgué	Pas divulgué	10/31/2009	10/31/2011
Danemark - Loi danoi	DKK 100	02/03/2009	06/30/2009	Pas divulgué
Danemark - Loi sur la	DKK 100	10/05/2008*	09/30/2009	09/30/2010*
ECB - Covered Bond P	EUR 60	juil-09	juin-10	Pas divulgué
Finlande	EUR 60	Pas divulgué	12/31/2009	5 ans
Grèce	EUR 28	12/30/2008	12/31/2009	1 à 3 ans
Hong-Kong	HKD 10	12/15/2008	06/15/2009	06/30/2012
Hongrie	HUF 600	Pas divulgué	Pas divulgué	90 jours à 5 ans
Indonésie	Pas divulgué	10/15/2008	Pas divulgué	90 à 180 jours
Irlande	EUR 485	09/30/2008*	09/29/2010	09/29/2010
Pays-Bas	EUR 200	10/23/2008*	06/30/2010	5 ans
Nv-Zélande	Illimité	11/01/2008	Pas divulgué	5 ans
Portugal	EUR 20	10/23/2008	12/31/2009	3 ans*
Singapour	SGD 2.3	12/01/2008	Pas divulgué	1 an
Slovenia	EUR 1.2	Pas divulgué	12/31/2010	1 to 10 years
Corée du Sud	USD 100	10/20/2008	12/31/2009	5 ans
Espagne	EUR 100	10/13/2008	12/31/2009	3 ans*
Suède	SEK 1500	10/29/2008	04/30/2009	5 years*
UAE	USD 4.36	2009 Q1	Pas divulgué	Pas divulgué

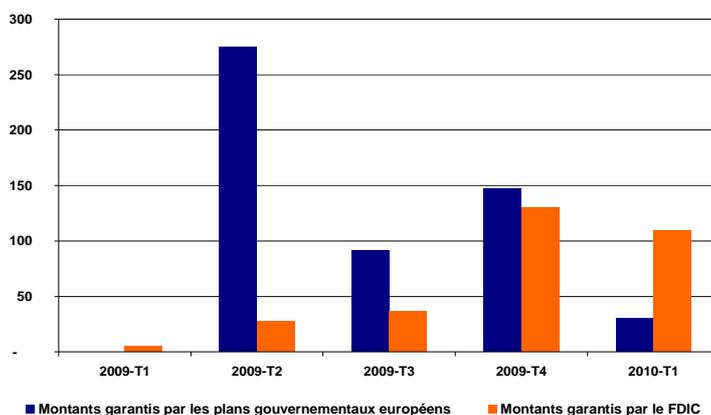
Source : Bloomberg

Les garanties publiques expliquent en partie la forte augmentation des émissions obligataires des banques

Les interventions des Etats ont largement soutenu les émissions des institutions financières qui sont les premiers émetteurs privés de dette. Le montant des émissions garanties par les Etats

européens et par le FDIC a atteint 850 milliards de dollars sur la seule année 2009, soit plus du quart des émissions totales réalisées en Europe et aux Etats-Unis au cours de cette période (graphique 10).

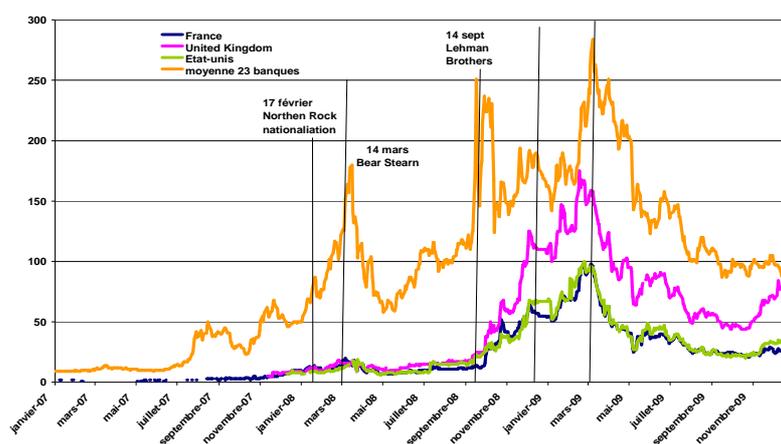
Graphique 10 : Dettes garanties par les Etats de la zone euro et le FDIC
(en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Concernant plus spécifiquement les émetteurs bancaires, l'intervention des Etats dans les plans de sauvetage a largement contribué au resserrement des primes de risque sur les dettes seniors, qui se sont rapprochées de celles des obligations souveraines, notamment en fin d'année (graphique 11).

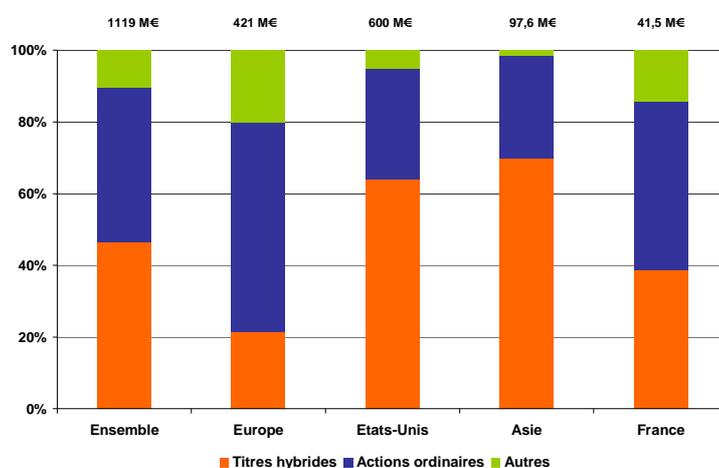
Graphique 11 : Spreads comparés des banques et des Etats (France, Royaume-Uni, Etats-Unis), en points de base



Source : Bloomberg

Les émissions de titres hybrides ont constitué un élément essentiel des opérations de recapitalisation des banques lors de la crise, notamment aux Etats-Unis (graphique 12). Ces dernières, qui ont porté sur des montants de l'ordre de 1 200 milliards de dollars, ont finalement compensé pour l'essentiel les dépréciations d'actifs enregistrées depuis le troisième trimestre 2007. Pour les gouvernements ayant mis en place des plans de soutien comme pour les banques, ce type de dettes présentait en effet plusieurs avantages. Assimilés à des fonds propres dans les ratios de solvabilité, les titres hybrides n'ont pas d'effet dilutif pour les actionnaires. En outre, ils permettent de limiter l'intervention étatique : celle-ci reste *a priori* temporaire, puisque les banques ont la possibilité de rembourser leur emprunt une fois la période de crise passée, et n'implique pas une montée des Etats dans le capital –la structure actionnariale reste inchangée.

Graphique 12 : Structure des émissions de titres réalisées par les banques dans le cadre des plans de sauvetage depuis le 3^{ème} trimestre 2007

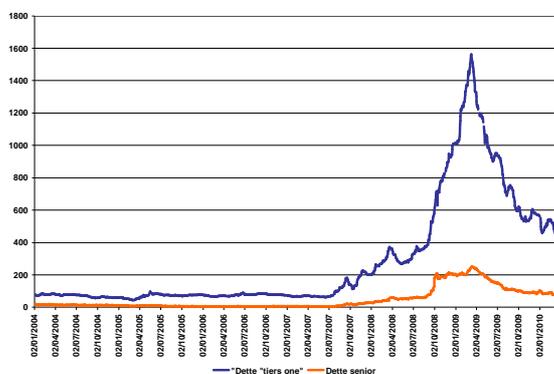


Source : Bloomberg

Le marché de la dette hybride a connu de fortes turbulences en 2009, comme en témoigne l'évolution des primes de risque durant l'année. Ces dernières ont en effet atteint des niveaux historiques au printemps 2009. Malgré leur nette décline au cours des mois suivants, elles demeuraient toujours début 2010 très élevées par rapport aux titres seniors (graphique 13).

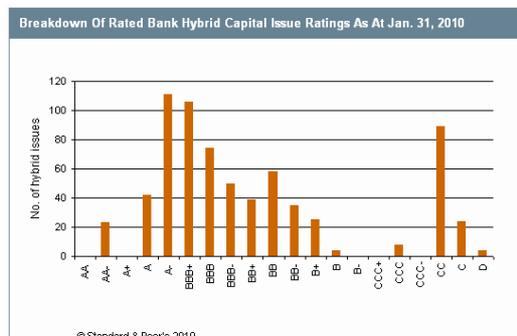
Cette tendance reflète avant tout l'inquiétude des investisseurs devant le risque accru de non paiement des coupons sur ce type d'instruments. En effet, durant la crise, les banques ont plus fréquemment différé ou supprimé le versement des coupons sur la dette hybride. En Europe, cette tendance a été amplifiée par la volonté de la Commission européenne de limiter le paiement des coupons sur ces titres, voire de l'interdire pour les banques ayant eu recours au soutien des Etats. Cette évolution a d'ailleurs conduit les agences de notation à procéder en 2009 à des dégradations en Europe. Alors que les dettes hybrides éligibles aux fonds propres de base (« Tier one ») étaient généralement notées avant la crise deux crans en dessous de la dette classique, cet écart variait début 2010 entre 3 à 5 crans selon le risque de non paiement des coupons. La dégradation d'une soixantaine de titres par S&P en 2009 a ainsi déplacé la distribution des notations de titres hybrides européens vers BBB, avec une forte proportion d'entre eux en catégorie spéculative (graphique 14).

Graphique 13 : Evolution comparée des indices d'assets swaps JP Morgan sur la dette bancaire Tiers One et Senior des banques



Source : Bloomberg

Graphique 14 : Notation par Standard & Poor's des dettes hybrides bancaires en Europe en janvier 2010



Source : Standard & Poor's

La question du devenir de ce marché se pose de manière d'autant plus aigüe que les nouvelles règles de comptabilisation des fonds propres en cours de finalisation dans le cadre de Bâle III et de la Directive fonds propres durcissent considérablement les critères d'éligibilité des titres hybrides aux fonds propres réglementaires. D'ores et déjà, de nouvelles formes d'obligations, les *contingent capital securities* (« CoCos » ou *Enhanced Capital Notes*), ont fait leur apparition début 2010, venant se substituer à des dettes subordonnées. La particularité de ces titres, assimilables à de la dette, réside dans leur conversion automatique en actions dès lors certaines clauses contingentes sont déclenchées³, offrant ainsi l'avantage de constituer une réserve en capital pour la banque en cas de crise. En outre, le fait que les critères de conversion soient connus au moment de l'émission rend *a priori* le produit plus transparent comparativement à d'autres titres de dette hybride. Pour autant, les *contingent capital securities* ne sont pas sans soulever de nombreuses interrogations. En premier lieu, leur capacité à améliorer la solvabilité des banques dépendra fortement du choix des clauses contingentes. Or celui-ci, parce qu'il est défini *a priori*, peut se révéler inadapté, en ce que la conversion en cas de crise peut être trop tardive par rapport aux besoins en capital de la banque ou encore s'il engendre des anticipations auto-réalisatrices déstabilisantes (l'anticipation de la conversion contribue à la baisse du prix des actions, qui dégrade la situation de la banque et conduit *in fine* à la conversion effective des titres). Enfin, la diversité potentielle des clauses contingentes et l'incertitude relative au suivi des indicateurs choisis peuvent s'avérer problématiques pour la valorisation de tels produits.

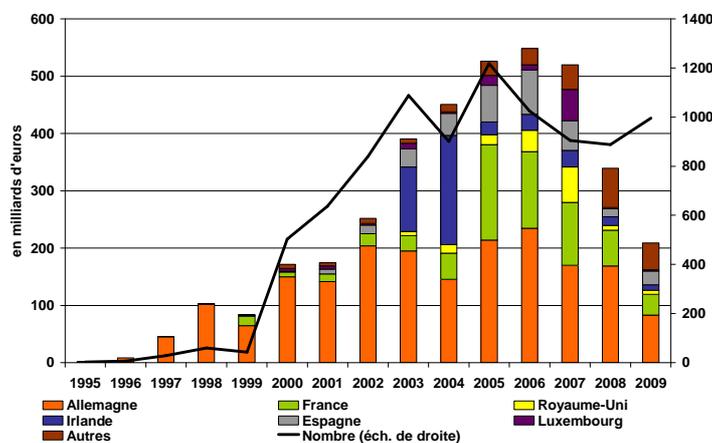
Les émissions de titres de dette sécurisée reculent en 2009, marché le soutien de la Banque centrale européenne

Dans la zone euro, les obligations sécurisées ont joué en 2009 un rôle important dans le programme de financement de nombreuses banques malgré un marché hypothécaire encore largement sinistré. La décision prise au printemps 2009 par la Banque centrale européenne de procéder à des achats directs de titres de dette sécurisés de type *covered bonds* a constitué un facteur de soutien aux nouvelles émissions. Les obligations sécurisées offrent également l'avantage d'être reconnues dans les encours de prêts des normes IFRS et échappent donc aux règles de *mark to market*. Ce segment a suscité par ailleurs l'intérêt d'investisseurs de plus en plus sélectifs et à la recherche d'un minimum de rendement. Le marché primaire n'a toutefois

³ Dans le cas de l'émission réalisée par la banque Loyds, la clause contingente est le passage du ratio de fonds propres de base (Core Tier I) sous le seuil de 5%.

pas été épargné par la crise et la dégradation des marchés immobiliers, comme l'illustrent la baisse continue des montants émis depuis 2006 (graphique 15) et l'augmentation des *spreads*.

Graphique 15 : Nombre et montant des émissions de covered bonds



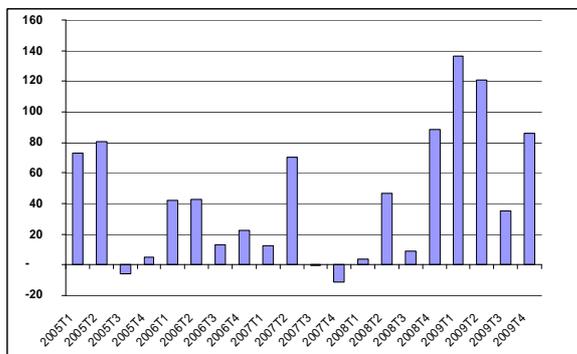
Source : Bloomberg, calcul AMF

Sur ce marché, l'attente de changements méthodologiques des agences de notation aura été une source d'inquiétude jusqu'à la toute fin d'année. Finalement, la publication des nouvelles méthodologies par Standard & Poor's en décembre 2009 et par Moody's en janvier 2010 aura certes conduit à la mise sous surveillance de certains programmes, mais leur impact en termes de dégradations de notation aura été plus faible que prévu, bon nombre de programmes ayant fait l'objet d'un réhaussement de crédit suffisant pour résister aux nouvelles simulations.

Le transfert d'un risque financier dans le secteur privé vers les Etats a contribué à accroître le risque souverain

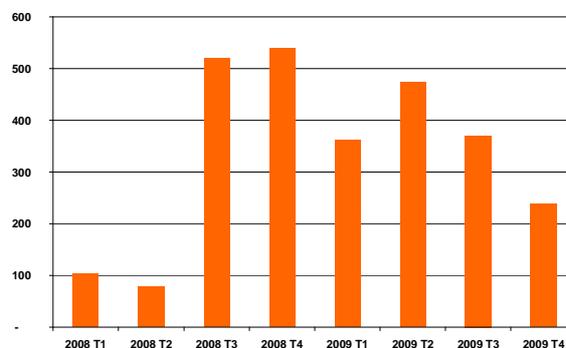
L'ampleur des programmes de soutien à l'économie et au secteur financier engagés par les pouvoirs publics dans la plupart des grands pays industrialisés pour faire face à la crise financière depuis la fin de 2008 a fortement pesé sur les déficits publics. Le FMI a évalué l'ensemble de ces mesures à plus de 13,2 % du PIB des pays développés. Toujours selon le FMI, elles auraient en outre induit une augmentation des dettes publiques – dont le niveau était déjà jugé élevé avant la crise – comprise entre 20 et 30 % selon les pays. La résultante de ces déséquilibres massifs des comptes publics a été de larges émissions de titres sur les marchés par les Etats (graphiques 16 et 17). Pour les Etats-Unis, les émissions nettes des remboursements sont ainsi évaluées à environ 1 445 milliards de dollars pour l'année 2009 (après 1 240 milliards en 2008). Même si l'ensemble des garanties annoncées dans les plans de soutien ne sont pas toutes amenées à être exercées, elles constituent néanmoins un risque qui pèse sur l'appréciation que peuvent porter les marchés sur la solvabilité des Etats.

Graphique 16 : Zone euro, émissions nettes de titres de dette par les administrations centrales (milliards d'euros)



Source : BCE

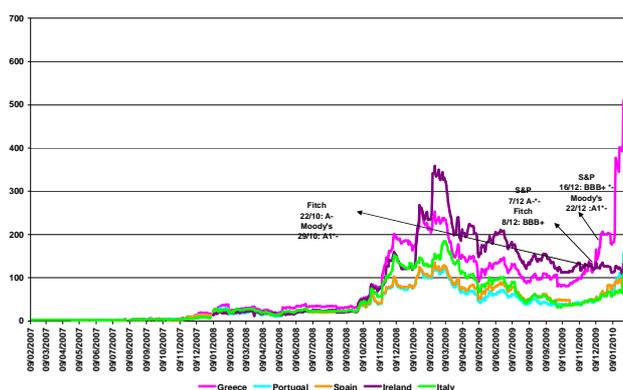
Graphique 17 : Etats-Unis, émissions nettes de Treasury securities (milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale

En Europe, la détérioration des finances publiques s'est ainsi traduite par un accroissement des primes de risque sur le marché des CDS souverains jusqu'en mars 2009 et par la dégradation des notes de certains pays (Espagne, Portugal, Irlande et Grèce notamment). Cet accroissement des *spreads* a été variable selon les Etats en fonction de l'impact de la crise sur l'activité et du niveau d'engagement consenti par les Etats. Après s'être resserrés durant les mois suivants en lien avec la baisse du risque systémique, les *spreads* se sont ensuite de nouveau élargis avec l'annonce en octobre 2009 par la Grèce d'une révision brutale à la hausse de ses statistiques de déficit et de dette publics pour 2009, à respectivement 12,7 et 112 % du PIB, suivie en décembre 2009 de l'abaissement de la note du pays par les principales agences de notation. Début 2010, les *spreads* de la dette grecque sur le marché des CDS à 5 ans grimpent à plus de 600 points de base en l'espace de quelques jours, nécessitant, outre l'annonce de plans d'austérité par le gouvernement, l'action concertée des Etats-membres de la zone euro et l'intervention du FMI (graphique 18).

Graphique 18 : Spreads comparés des Etats depuis 2007 (CDS à 5 ans, en points de base)

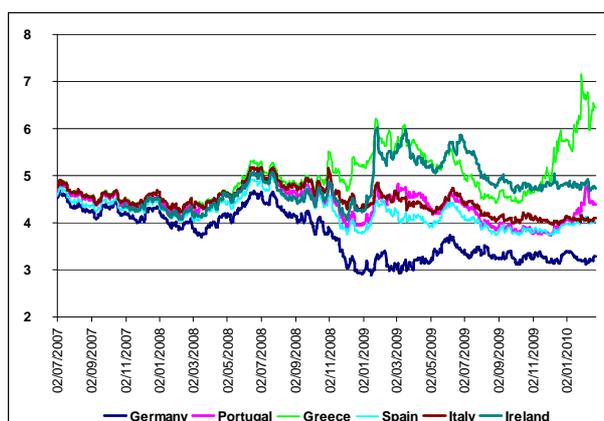


Source : Bloomberg

Mais, si l'on excepte le cas de la Grèce, la dégradation des finances publiques et le rebond des marchés d'actions au cours de l'année 2009 n'ont eu qu'une incidence limitée sur les rendements des emprunts d'Etat des pays développés, qui se situaient toujours à la fin du premier trimestre 2010 à des niveaux historiquement faibles (graphique 19). Une explication réside dans le fait que, compte tenu du niveau très bas des taux directeurs, une part des besoins de financement a été couverte par un recours accru à l'endettement à court terme. Une

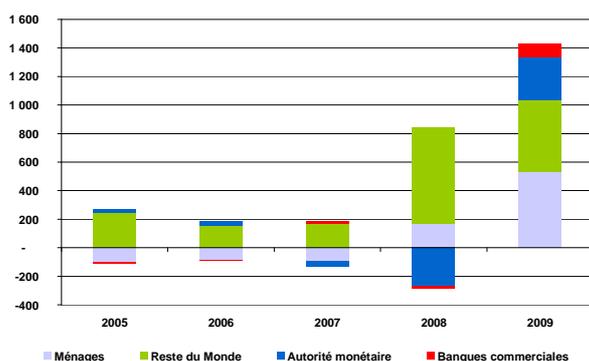
autre raison essentielle a été le mouvement d'achats massifs de titres souverains effectués par certaines banques centrales, les banques et les investisseurs institutionnels. Aux Etats-Unis, les achats continus et massifs de titres de la dette publique par les pays émergents, notamment par la Chine afin de stabiliser son taux de change et les pays exportateurs de pétrole, ont constitué un puissant facteur de soutien au marché obligataire (graphiques 20 et 21)⁴. Les banques ont quant à elles profité de l'écart entre le coût très bas de leur refinancement sur le marché monétaire et le revenu tiré des placements en titres d'Etat pour restaurer en partie leur rentabilité.

Graphique 19 : Evolution comparée des rendements des emprunts d'Etat à 10 ans en Europe (en %)



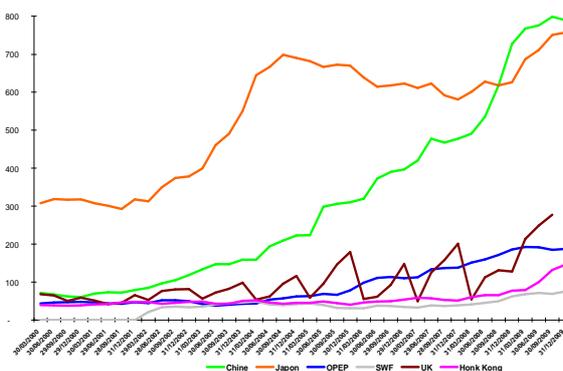
Source : Bloomberg

Graphique 20 : Evolution de la détention de bons du Trésor américain par type de détenteurs (en milliards de dollars)



Source : Federale Reserve

Graphique 21 : Détention par les non résidents de bons du Trésor américains (en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

⁴ Au niveau macroéconomique, la crise financière a fait prendre conscience que le point d'équilibre de l'épargne mondiale s'est déplacé au cours des dix dernières années pour se situer autour des pays émergents, qui ont accumulé des réserves de change considérables, soit plus de 5 000 milliards de dollars sur les 7 822 milliards de dollars accumulés dans le monde fin 2009. Pour ne prendre que l'exemple des Etats-Unis, les achats nets de titres par les pays exportateurs de pétrole ont dépassé depuis deux ans les 100 milliards pour atteindre les 180 milliards dollars fin 2009, finançant ainsi plus de 15 % du déficit courant américain.

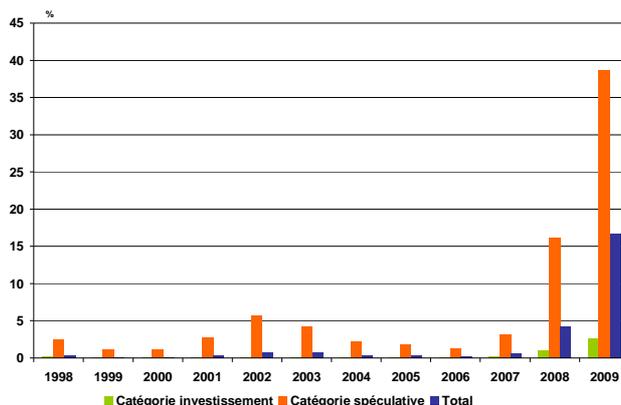
La décorrélation entre le niveau des rendements obligataires souverains d'une part, la détérioration des finances publiques et le rebond des marchés d'actions d'autre part, nourrit naturellement des interrogations quant à la possibilité d'un krach obligataire et d'une remontée brutale des taux d'intérêt. Le risque de réalisation d'un tel scénario dépend du rythme de la reprise économique, des perspectives d'inflation et donc, finalement, du changement d'orientation des politiques monétaires.

2. Le marché de la titrisation soutenu par les autorités monétaires

La qualité du crédit sur les instruments de financement structuré a continué de se dégrader en 2009

La dégradation de la qualité de crédit des entreprises et de la situation sur le marché du travail a considérablement pesé sur la qualité du crédit des produits de financement structuré en 2009. Le taux de défaut sur ce marché s'est ainsi inscrit en très forte hausse, atteignant le niveau record de 16,7 %, contre à peine 4,1 % en 2008, selon l'agence de notation Standard & Poor's⁵. Ces défauts ont porté sur un montant de 370 milliards de dollars, soit 3,7 % du montant à l'émission des titres notés. Ils ont dans leur très grande majorité (81 % des cas) affecté des titres appartenant à la catégorie spéculative, pour laquelle le taux de défaillance a avoisiné 40 % en 2009 (graphique 22) et ont notamment concerné le marché américain des RMBS (où le taux de défaut a dépassé 28 %).

Graphique 22 : Evolution du taux de défaut des produits de financement structuré

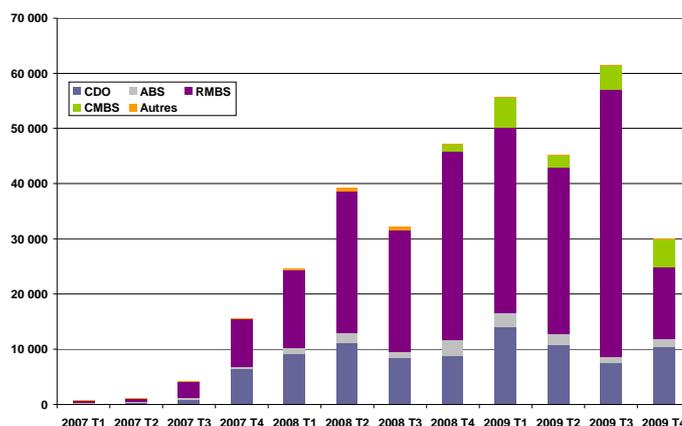


Source : Standard & Poor's

La détérioration de la qualité du crédit peut également être appréhendée à travers l'évolution des dégradations de note effectuées par les agences de notation. En 2009, celles-ci ont représenté la quasi-totalité des changements de note des agences (plus de 99 %) et ont atteint un niveau historiquement élevé (graphique 23). Les trois principales agences de notation dans le monde, à savoir Fitch, Moody's et Standard & Poor's, ont ainsi procédé à près de 200 000 dégradations de notes au cours de l'année 2009, (soit 34 % de plus qu'en 2008) portant sur près de 100 000 tranches. Plus de la moitié des tranches notées par Standard & Poor's ont ainsi vu en 2009 leur note se dégrader au cours de l'année. De manière générale, pour l'ensemble des segments du marché, la détérioration de la qualité des sous-jacents explique l'essentiel des dégradations mais leur impact a été amplifié par des changements méthodologiques des agences.

⁵ Si l'on intègre les tranches proches de faire défaut (i.e. les tranches ayant été dégradées par l'agence S&P dans les catégories CC ou C de l'échelle de notation), ce taux est porté à 27,2 %.

Graphique 23 : Evolution des dégradations de notes par type de produit (Fitch, Moody's et Standard & Poor's)

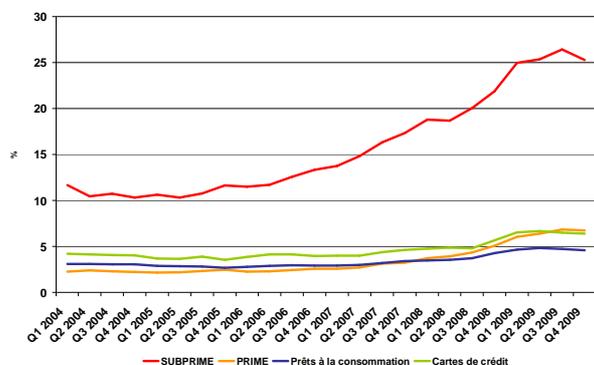


Source : Bloomberg

En outre, les dégradations ont concerné l'ensemble des classes d'actifs même si, comme en 2008, elles ont principalement touché le segment des RMBS qui, comme celui des CDO adossés à des RMBS, a été fortement pénalisé par la baisse des prix de l'immobilier résidentiel et la hausse du taux de chômage. D'un point de vue géographique, ces dégradations sur le segment des RMBS ont essentiellement concerné les Etats-Unis. En Europe, elles ont particulièrement touché le marché espagnol et, au Royaume-Uni, le segment « *non conforming* ». Sur le segment des CDO, l'augmentation continue des taux de défaut des entreprises, conjuguée aux inquiétudes sur la qualité globale du crédit après la faillite de la banque Lehman Brothers, se sont traduites par un pic de dégradations au premier trimestre 2009, qui a coïncidé avec des changements méthodologiques des agences de notation. Autre fait remarquable, le marché des CMBS, qui avait jusque là fait preuve de résistance, a lui-aussi été affecté par une vague massive de dégradations de la part de l'ensemble des agences, compte tenu de la forte détérioration dans l'immobilier commercial en lien avec la récession économique. Comparativement aux autres produits de financement structuré, le segment des ABS a montré une certaine résilience en dépit d'un environnement peu favorable illustré par l'augmentation des retards de paiements observée en 2009 (graphique 24) en lien avec la montée du chômage, un nombre significatif de titres ayant même fait l'objet de réhaussés de notation. Certains segments néanmoins, comme celui des ABS adossés à des prêts étudiants, ont été moins favorablement orientés, du fait de la plus grande difficulté des jeunes diplômés à trouver un emploi dans un contexte de détérioration du marché du travail.

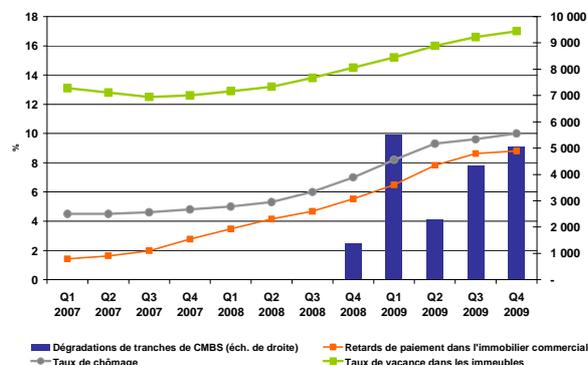
La poursuite de la détérioration de la qualité de crédit des produits de financement structuré devrait se prolonger en 2010. L'ampleur de ce mouvement dépendra essentiellement de la reprise économique et de l'évolution de la situation du marché du travail ainsi que de la capacité du système financier à assurer le refinancement des dettes à échéance. Les perspectives concernant le marché des CMBS apparaissent à cet égard assez dégradées. En effet, la demande dans l'immobilier commercial devrait rester faible en l'absence de franche reprise économique. La faiblesse de la demande, illustrée par la diminution du taux d'occupation, risque d'alimenter la baisse des prix, contribuant ainsi à l'augmentation des taux de saisie (graphique 25). Ceci s'avère d'autant plus problématique qu'environ 500 milliards de dollars de créances hypothécaires arriveront à échéance en 2010, ce qui, compte tenu de l'état du marché, pourrait conduire à des problèmes de refinancement et des ventes en catastrophes d'actifs, alimentant une nouvelle baisse des prix et donc des défauts.

Graphique 24 : Taux de retard de paiement sur les crédits à la consommation et dans l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis (%)



Source : Thomson Financial

Graphique 25 : Indicateurs dans l'immobilier aux Etats-Unis et dégradations de notes de CMBS au niveau mondial (%)



Sources : Datastream et Bloomberg

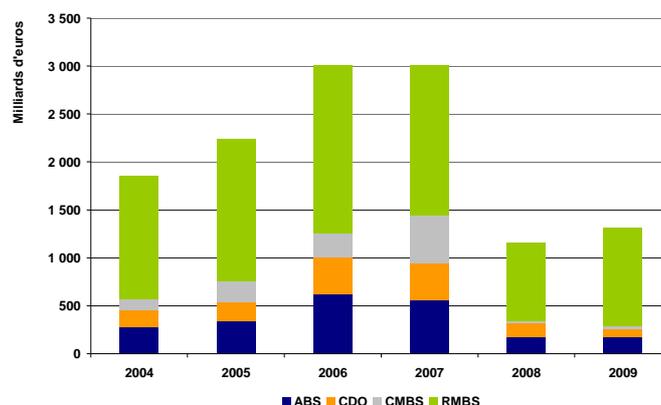
L'activité de titrisation a été largement soutenue par l'utilisation des produits de financement structuré dans le cadre d'opérations de refinancement auprès des banques centrales

Après l'éclatement de la crise du « subprime » à l'été 2007, l'activité de titrisation a connu une très nette inflexion en Europe comme aux Etats-Unis. Cette tendance s'est fortement accentuée à l'automne 2008 suite à la faillite de Lehman Brothers, qui a abouti à un gel des émissions. Face à l'ampleur de la crise financière et à la paralysie du marché interbancaire, les banques ont alors utilisé les produits de financement structuré comme garanties dans les opérations de refinancement auprès des banques centrales qui, de leur côté, ont procédé à un élargissement de la liste des actifs éligibles, contribuant ainsi à une reprise des émissions. En 2009, ce type d'actifs a ainsi représenté 23 % des garanties apportées à la BCE dans le cadre d'opérations de prises en pension. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a mis en œuvre à partir du mois de mars 2009 un programme d'achat de titres adossés à des prêts hypothécaires (Term Asset-backed Securities Loan Facility -TALF-) et de titres adossés à des prêts à la consommation (ABS). La liste des actifs éligibles a par la suite été élargie en juin 2009 aux CMBS⁶. En revanche, les émissions de titres de produits structurés destinés à être placés auprès d'investisseurs sont restées rares : selon SIFMA, elles auraient représenté moins de 10 % du montant global des émissions européennes en 2009.

Sur l'ensemble de l'année 2009, les émissions au niveau mondial se sont élevées à 1 300 milliards d'euros, soit une hausse de plus de 10 % par rapport à 2008 (graphique 26). Cette hausse est essentiellement imputable aux titres adossés à des créances immobilières, les véhicules plus complexes comme les CDO étant une fois de plus largement délaissés. Concernant ces derniers, les volumes d'émissions au niveau mondial seraient revenus à moins de 90 milliards d'euros.

⁶ Plus précisément, le TALF permet l'octroi de prêts sur 3/5 ans à des investisseurs pour le financement de produits structurés nouvellement émis. Depuis son lancement ce programme aurait financé plus de 119 milliards de dollars d'ABS liés au crédit consommation sur 285 milliards émis entre 2008 et 2009. Le programme s'est achevé à la fin mars 2010, à l'exception des prêts relatifs aux CMBS nouvellement émis, pour lesquels l'échéance a été repoussée au 30 juin 2010.

Graphique 26 : Emissions de véhicules de titrisation au niveau mondial (milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Il convient néanmoins de souligner le développement récent des *Resecurisation of Real Estate Mortgage Investment Conduits* (Re-Remic), opérations de titrisation dans lesquelles les actifs sous-jacents sont des titres adossés à des créances immobilières initialement notés AAA et qui ont entretemps été dégradés⁷. Ce phénomène s'explique en grande partie par l'existence d'arbitrages réglementaires. Du fait des dégradations massives ayant affecté les RMBS et, plus récemment, les CMBS depuis l'éclatement de la crise du *subprime*, une forte proportion de ces titres ne sont plus éligibles à des programmes mis en place par les pouvoirs publics ou ne peuvent plus s'inscrire dans les politiques de placement d'investisseurs soumis à des contraintes réglementaires liées aux notations. Or la re-titrisation de créances immobilières permet justement de s'affranchir de cette contrainte. En outre, compte tenu du nombre élevé de titres pouvant faire l'objet d'une re-titrisation, ce segment de marché bénéficie d'un potentiel de développement élevé. Ceci s'avère très problématique, notamment parce que les Re-Remic, bien que structurés à partir de tranches de produits structurés déjà dégradées, ne sont pas eux-mêmes à l'abri de nouvelles dégradations. De fait, la poursuite de la détérioration dans le secteur immobilier a conduit des agences de notation telles que Standard & Poor's à dégrader sur la seule année 2009 respectivement près de la moitié et du tiers des Re-Remic CMBS et RMBS notés. Par ailleurs, l'agence de notation Fitch a décidé en 2009 de ne plus noter certains de ces Re-Remic au motif que les titres sous-jacents présentaient une trop forte volatilité.

Compte tenu du caractère atypique qu'a revêtu l'activité de titrisation depuis l'éclatement de la crise, l'année 2010 pourrait constituer une année charnière pour le secteur. Depuis fin 2009 en effet, les banques centrales et les pouvoirs publics ont commencé à durcir leurs règles relatives aux actifs acceptés en garantie, en imposant des restrictions sur les montants ou en définissant des critères plus contraignants pour l'éligibilité des titres. Ces mesures s'inscrivent dans la perspective de la stratégie de sortie de crise avec l'abandon progressif des mesures gouvernementales de soutien au secteur financier et des mesures non-conventionnelles de politique monétaire.

Afin de favoriser le retour de la confiance chez les investisseurs et contribuer à la réouverture du marché de la titrisation et donc, d'encourager le financement de l'économie, la BCE a ainsi décidé fin novembre 2009 de durcir les conditions d'éligibilité des ABS comme collatéraux aux prises en pension. D'une part, tous les ABS émis depuis le 1er mars 2010 doivent désormais faire l'objet d'au moins deux notations attribuées par des organismes externes d'évaluation du crédit (ECAI) reconnus, le seuil minimum de notation applicable aux ABS devant être respecté pour les deux notations. Cette exigence sera en outre élargie à partir de mars 2011 à l'ensemble des ABS, quelle que soit leur date d'émission. Elle devrait permettre de limiter le risque d'arbitrage de notation et de réduire l'intérêt des opérations de prise en pension de la

⁷ Schématiquement, un Re-Remic est constitué d'une tranche senior notée AAA et d'une tranche moins bien notée.

BCE par rapport aux émissions de titres destinés à être placés auprès d'investisseurs. D'autre part, la BCE a décidé de prendre en compte le niveau d'information sur les sous-jacents des ABS pour les nouvelles émissions et pour les ABS existants à partir du printemps 2011.

La reprise du marché de la titrisation risque néanmoins d'être obérée par l'impact de la refonte des règles comptables et prudentielles en Europe et aux Etats-Unis, en particulier des règles de consolidation. Celles-ci visent à limiter l'arbitrage réglementaire, en rendant notamment les produits les plus complexes et opaques moins attractifs, et à garantir ainsi une meilleure adéquation entre le provisionnement en fonds propres des banques et l'exposition de ces dernières sur le marché de la titrisation. Aux Etats-Unis, les normes FAS 166 et FAS 167, applicables depuis fin 2009, limitent ainsi la possibilité de déconsolider les véhicules de titrisation, ce qui devrait contribuer à un renchérissement du coût en fonds propres de ces opérations. Ce dernier devrait également être amplifié par les réformes prudentielles en cours d'élaboration. Parmi les mesures envisagées par le Comité de Bâle et la Commission européenne⁸, figurent notamment un durcissement des exigences de fonds propres pour les opérations de titrisation et de re-titrisation, ainsi qu'un renforcement des obligations de transparence relatives aux expositions des banques sur ce marché⁹.

3. Marchés d'actions : au terme d'une année en dents de scie, les indices boursiers ont rebondi de manière significative

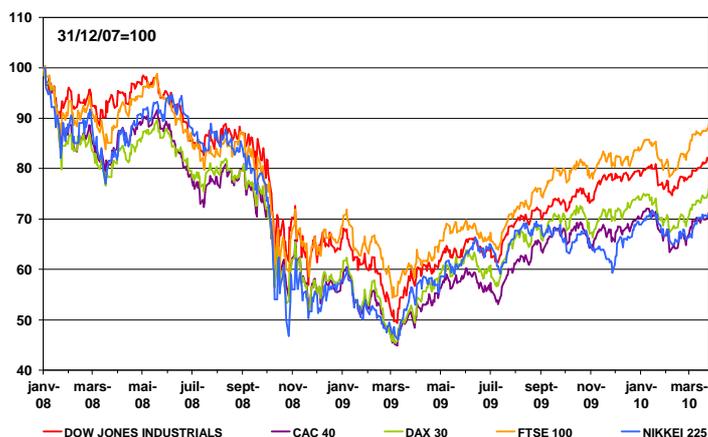
Après avoir enregistré des replis historiquement élevés en 2008, les marchés d'actions ont connu une année 2009 très contrastée, au terme de laquelle les principaux indices boursiers ont observé un rebond significatif (graphique 27). Deux grandes phases peuvent être distinguées.

Au premier trimestre, les valorisations boursières se sont inscrites en très forte baisse, du fait d'un environnement conjoncturel particulièrement dégradé. Le point bas est atteint le 9 mars 2009, les principaux indices affichant alors des reculs de plus de 20 % par rapport au début de l'année (-25 % pour les indices Dow Jones Industriels et S&P500, voire -35 % pour l'indice FTSE100). Le tournant intervient à la mi-mars, où l'on assiste à une amélioration des anticipations des investisseurs, en particulier après la publication de résultats meilleurs que prévus de la plupart des grandes banques américaines et l'annonce du plan de soutien du Trésor américain au secteur financier. La volonté affichée au sein du G20 d'une plus grande coordination dans la gestion de la crise, ainsi que des résultats d'enquêtes conjoncturelles mieux orientés ont également participé à ce retournement de tendance. Enfin, les marchés d'actions ont été soutenus par les politiques monétaires très expansionnistes, caractérisées par une abondance de liquidités et des niveaux très faibles des taux d'intérêt à court et à long terme. Ce contexte favorable et l'amélioration du climat de confiance se sont traduits dès le deuxième trimestre par une révision à la hausse des anticipations de court terme s'agissant des bénéfices attendus des sociétés aux Etats-Unis et en Europe et un regain d'appétence pour les marchés d'actions. Elle se reflète également dans la forte baisse de la volatilité boursière implicite, qui jusque là s'était maintenue à des niveaux très élevés (graphique 28).

⁸ Voir les propositions du Comité de Bâle (juillet 2009) et les propositions et mesures adoptées par la Commission européenne dans le cadre de la modification de la directive «fonds propres réglementaires».

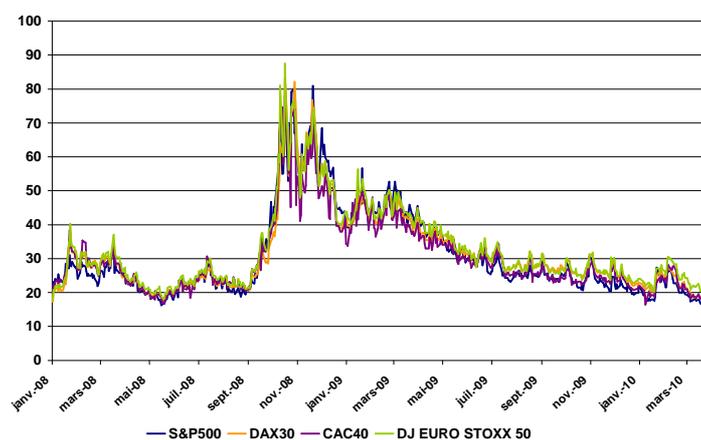
⁹ A cet égard, il convient également de souligner les initiatives de l'OICV et de CESR en faveur de la publicité post trade pour les produits de titrisation.

Graphique 27 : Evolution des principaux indices boursiers depuis début 2008



Source : Datastream - Dernière observation 26/03/2010

Graphique 28 : Volatilité implicite sur les marchés d'actions (en %)



Source : Datastream - Dernière observation 26/03/2010

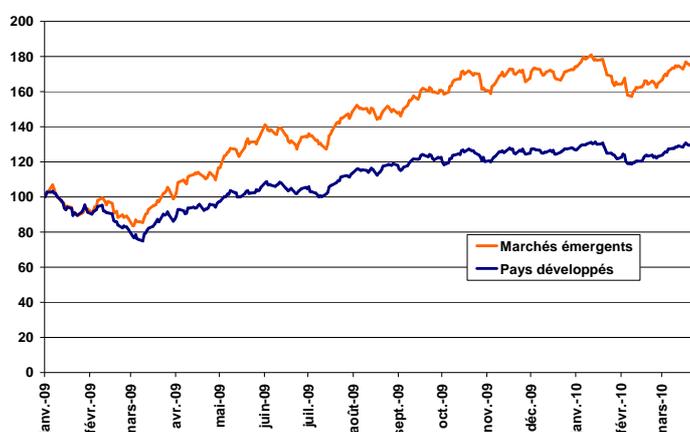
La tendance haussière des marchés d'actions s'est poursuivie sur le restant de l'année, avec toutefois un infléchissement en fin de période, la crise financière de Dubaï fin novembre et, plus fondamentalement, les anticipations d'un durcissement des politiques monétaires ou, du moins, l'abandon des mesures non conventionnelles de part et d'autre de l'Atlantique, pesant alors sur les cours. Sur l'ensemble de l'année 2009, les principaux indices boursiers enregistrent un très net rebond dans les pays développés, avec des gains oscillant autour de 20 % (tableau 2), mais les plus fortes hausses sont observées dans les pays émergents (graphique 29).

Tableau 2 : Performances des marchés d'actions

	26-03-10	Var. depuis le 31 déc. 2009	2009	2008
DOW JONES INDUSTRIALS	10 850,4	4,0%	18,8%	-33,8%
S&P 500	1 166,6	4,6%	23,5%	-38,5%
NASDAQ COMPOSITE	2 395,1	5,6%	43,9%	-40,5%
FRANCE CAC 40	3 988,9	1,3%	22,3%	-42,7%
DAX 30	6 120,1	2,7%	23,8%	-40,4%
FTSE 100	5 703,0	5,4%	22,1%	-31,3%
FTSE MIB	23 063,9	-0,8%	19,5%	-49,5%
DJ EURO STOXX 50	2 940,9	-0,8%	21,1%	-44,4%
NIKKEI 225	10 996,4	4,3%	19,0%	-42,1%

Source : Datastream

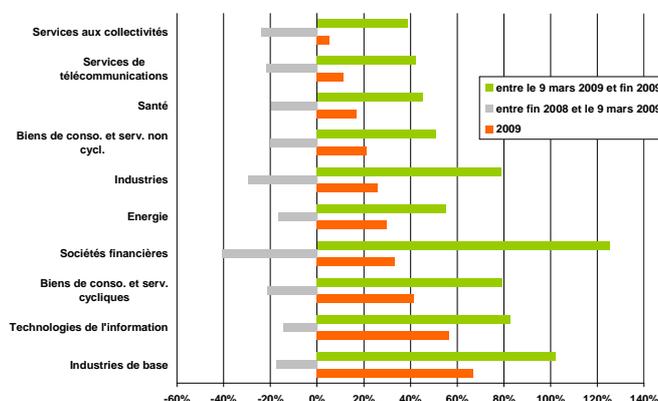
Graphique 29 : Evolution des indices MSCI Monde en dollars (base 100 au 01/01/2009)



Source : Datastream

Très logiquement, compte tenu de l'embellie conjoncturelle, les valeurs qui ont le plus profité du rebond boursier en 2009 sont les valeurs cycliques – industries de base, biens de consommation et services cycliques - et financières (graphique 30).

Graphique 30 : Evolution des indices sectoriels MSCI Monde en dollars (en %)

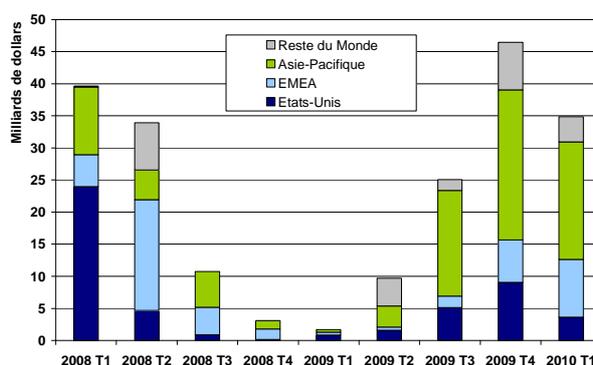


Source : Datastream

4. Redémarrage progressif des introductions en bourse, mais poursuite du dépeuplement des cotes européennes

Après le coup de frein brutal enregistré en 2008, l'activité sur le marché des introductions en bourse est restée atone sur la majeure partie de l'année 2009. La nette amélioration des conditions de marché et des perspectives économiques à partir du printemps s'est néanmoins traduite par un redémarrage au cours du second semestre dans l'ensemble des zones géographiques et, plus particulièrement, en Asie (graphique 31). Sur l'ensemble de l'année, le montant des capitaux levés au niveau mondial lors de ces opérations affiche néanmoins un recul de 5 % à 80 milliards de dollars environ.

Graphique 31 : Capitaux levés lors des introductions en bourse (en milliards de dollars)

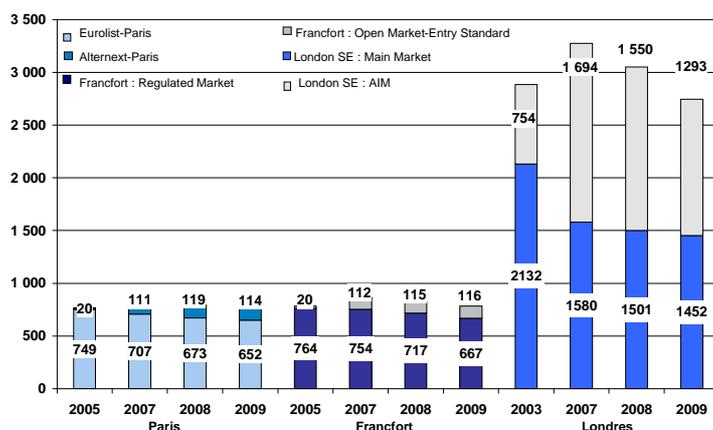


Source : Bloomberg

Comparativement aux autres régions du monde, la reprise a été un peu plus tardive et plus progressive en Europe, avec une accélération de l'activité à la fin du premier trimestre 2010. Sur l'année 2009, le nombre d'introductions sur Euronext et Alternext s'est une nouvelle fois inscrit en baisse à 14 opérations (contre 34 en 2008) pour un montant total de capitaux levés inférieur à deux milliards d'euros, concentrés sur deux opérations (Delta Lloyd et CFAO). Selon le critère du nombre d'opérations, l'activité sur l'ensemble de l'année 2009 est équivalente à celles enregistrée sur les seuls quatre premiers mois de 2010. De manière similaire, à Londres, alors que les introductions ont diminué de 60% en 2009 (50 opérations seulement, contre 127 l'année précédente) et les capitaux levés ont été divisés par quatre, s'établissant à moins de 1,5 milliards de livres sterling (soit une baisse de 80 % par rapport à 2008).

L'absence de réelle reprise des introductions s'est traduite par la poursuite du dépeuplement des cotes européennes, y compris sur les marchés dédiés aux valeurs moyennes de Londres et d'Euronext.

Graphique 32 : Nombre de sociétés cotées (données fin d'années)



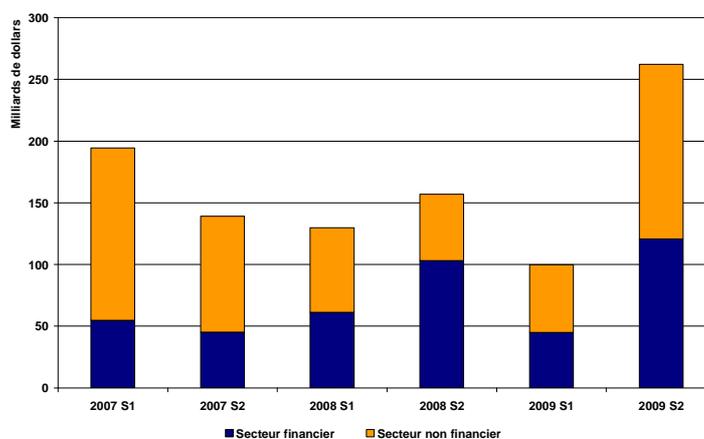
Sources nationales

5. L'activité primaire des sociétés cotées est restée très dynamique

En 2008, l'activité avait été largement soutenue par les opérations de recapitalisation et de financement d'acquisitions de très grande ampleur réalisées dans le secteur bancaire et financier. Cette tendance s'est poursuivie au cours du premier semestre 2009. L'amélioration du climat économique et financier à partir du printemps s'est traduite dans un second temps par le retour des sociétés non financières sur les marchés. Profitant notamment de la baisse de la volatilité boursière, celles-ci ont procédé à des émissions visant à refinancer leur dette et réduire tout leur ratio d'endettement. Le redémarrage progressif du marché des fusions et acquisitions a été également à l'origine de levées de fonds importantes, notamment en Asie. En fin d'année, les recours au marché dans le secteur bancaire ont également visé le remboursement des aides octroyées au plus fort de la crise par les Etats. Au niveau mondial, le montant total des émissions s'est établi à environ 360 milliards de dollars sur l'année, soit une hausse plus de 50 % par rapport à l'année 2008 (graphique 33). Elles ont quasiment doublé en France, passant de 27,4 milliards d'euros en 2008 à près de 53 milliards d'euros en 2009.

En 2010, l'activité pour ce qui concerne le secteur bancaire devrait rester dynamique, les sociétés cherchant à anticiper le durcissement des exigences réglementaires en matière de fonds propres. De leur côté, les sociétés non financières devraient poursuivre leur effort de désendettement. Pour l'ensemble des secteurs, l'activité dépendra également fortement de la pérennité de la reprise boursière ainsi que du redémarrage du marché des fusions et acquisitions.

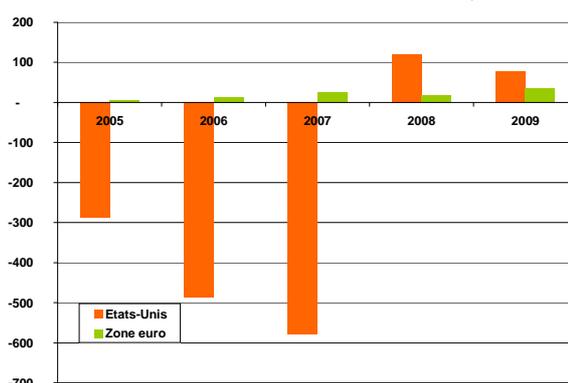
Graphique 33 : Emissions d'actions au niveau mondial par les sociétés cotées
(hors introductions, en milliards de dollars)



Source : Bloomberg

Au total, l'ensemble des financements des sociétés sur les marchés d'actions, autrement dit la somme des émissions et cessions d'actions réalisées lors des introductions et les émissions « secondaires » effectuées par les sociétés déjà cotées ont avoisiné 450 milliards de dollars en 2009, soit une hausse de près de 40 %. Si l'on rapproche les émissions brutes des rachats-annulations d'actions par les résidents, pour estimer le poids des marchés d'actions dans le financement net des entreprises, il apparaît que le solde est resté positif dans la zone euro ainsi qu'aux Etats-Unis, où les émissions d'actions nettes des rachats-annulations, ont avoisiné 100 milliards d'euros en 2009, bien qu'en légère baisse par rapport à 2008, selon les estimations de la Réserve fédérale (graphique 34). D'une part, le recours des banques au marché est demeuré significatif ; d'autre part, les sociétés non financières ont limité leurs versements de revenus aux actionnaires sous forme de rachats d'actions, prolongeant en cela le mouvement initié en 2008 en réponse à la crise.

Graphique 34 : Emissions nettes d'actions par les sociétés cotées
(émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros)

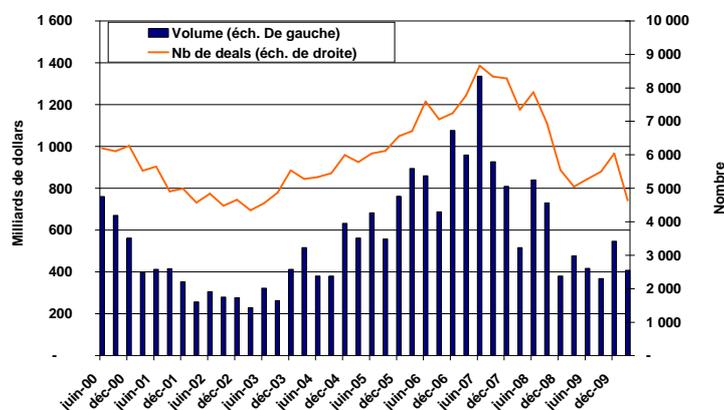


Sources : FED et BCE

6. Le marché des fusions-acquisitions a atteint un point bas à l'été 2009

Sur le marché des acquisitions, l'année 2009 peut sans doute être appréhendée comme une année de transition. A l'instar des marchés d'actions, deux périodes peuvent être distinguées. Dans un environnement économique et financier peu favorable et très incertain, l'activité est restée atone au premier semestre 2009, le point bas en termes de nombre d'opérations étant atteint à l'été (graphique 35). La fermeture du marché du crédit après la faillite de Lehman Brothers, l'orientation baissière des valorisations boursières jusqu'au printemps, le maintien de la volatilité à des niveaux élevés et le contexte récessionniste dans lequel se trouvent alors les pays industrialisés constituent les principaux facteurs ayant pesé sur le secteur au cours de cette période. De fait, les principales annonces d'opérations concernent alors des restructurations, notamment dans le secteur financier. L'embellie conjoncturelle et le desserrement progressif des contraintes de financement à partir du printemps se sont traduites par un raffermissement de l'activité au second semestre avec, dans un premier temps une augmentation des transactions de taille moyenne et, en fin d'année, l'annonce d'opérations de plus grande envergure. Alors que les opérations du début d'année concernaient essentiellement les secteurs financiers et non cycliques, une diversification sectorielle a pu être observée sur le restant de l'année, avec une augmentation du poids des opérations concernant le secteur industriel, notamment celui des TIC et de l'énergie. Sur l'ensemble de l'année 2009, le montant des opérations de fusions et acquisitions a atteint 1 750 milliards de dollars, en recul de 28 % par rapport à 2008.

Graphique 35 : Evolution du marché des fusions et acquisitions au niveau mondial
(données trimestrielles, en milliards de dollars)



Source : Bloomberg (dernière observation : 31/03/2010)

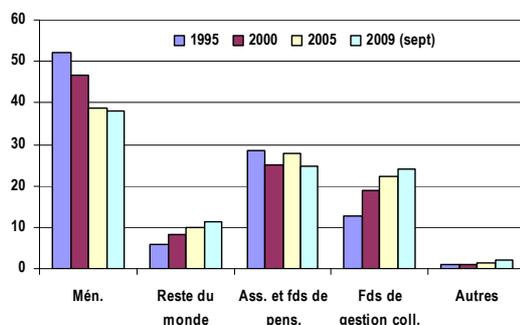
7. Quelles orientations de la demande d'actions ?

La crise financière s'est traduite par un ajustement à la baisse des portefeuilles d'actions et, à certains moments, par des ventes massives de titres qui ont conduit les valorisations à des niveaux très bas. On a noté la quasi absence d'investisseurs capables de jouer un rôle contracyclique face à la chute des prix d'actifs, à l'exception notable de certains fonds souverains. Des questions ont été posées à cette occasion sur des éventuels changements dans les politiques d'investissement des investisseurs institutionnels et, ce faisant, sur leur conséquence en matière de financement en fonds propres des entreprises.

Evolution de la détention d'actions aux Etats-Unis

L'évolution à long terme de l'actionnariat des entreprises américaines fournit des informations intéressantes sur les changements de long terme de la demande d'actions et la place occupée par les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels. Aux Etats-Unis, on remarque depuis le milieu des années quatre-vingt-dix un mouvement puissant de substitution de la détention directe d'actions par les ménages à une détention intermédiée, via les fonds de gestion collective de type *mutual funds* (graphique 36). Sur l'ensemble de la période, la part des ménages en détention directe recule ainsi de 14 points et celle des fonds d'investissement augmente au contraire de 11,5 points, pour atteindre environ 24 % de la capitalisation des entreprises domestiques en septembre 2009. Les compagnies d'assurance et les fonds de pension, considérés globalement, représentent une proportion plutôt en baisse sur longue période mais ce mouvement est assez modeste puisque le recul est inférieur à 4 points depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Depuis 2000, aucun mouvement n'est d'ailleurs enregistré, le poids des compagnies d'assurance et des fonds de pension oscillant aux alentours de 25 %.

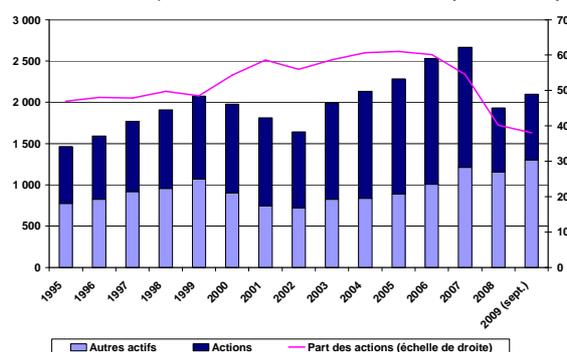
Graphique 36 : Structure de la détention d'actions domestiques aux Etats-Unis (%)



Source : Réserve fédérale

L'analyse plus fine de la détention d'actions par grands types d'investisseurs institutionnels permet néanmoins de mettre en évidence certaines déformations. La première est l'érosion du rôle des fonds de pension à prestations définies du secteur privé sur le marché d'actions américain. A la fin du troisième trimestre 2009, ces acteurs ne représentaient que 4 % de la détention d'actions domestiques, contre 6,1 % en 2000 (et 8,1 % en 1995). Ces investisseurs, dont les allocations de portefeuille faisaient traditionnellement une très large part aux marchés d'actions, ont révisé sensiblement leur politique de placement au cours de ces dernières années. Au-delà de la crise financière, les réformes réglementaires entreprises par l'administration américaine en 2006 en réaction aux difficultés rencontrées par de nombreux fonds de pension ont certainement constitué un facteur explicatif de cette érosion des portefeuilles d'actions. Par ailleurs, la tendance à la fermeture des plans à prestations définies par de nombreuses entreprises s'est traduite par une attrition des encours gérés et donc mécaniquement par un recul du poids relatif de ces acteurs sur les marchés (graphique 37). Enfin, le vieillissement de la population américaine et donc des adhérents aux fonds de pension a certainement conduit à une sécurisation progressive des portefeuilles.

Graphique 37 : Portefeuille des fonds de pension à prestations définies du secteur privé aux Etats-Unis (milliards de dollars et % pour les parts)



Source : Réserve fédérale

La seconde évolution remarquable est le renforcement du rôle des compagnies d'assurance. Ce mouvement n'est pas imputable à un changement des politiques d'investissement de ces dernières mais à une réorientation de la demande des épargnants américains. En l'occurrence, le développement des produits de type contrats en unités de compte, très rapide depuis le milieu des années quatre vingt dix, s'est traduit par des investissements plus massifs sur les marchés d'actions, le risque financier de ces placements étant porté par les assurés.

Au total, on note un renforcement de la détention d'actions par les investisseurs institutionnels. Cette tendance résulte toutefois d'une montée en puissance des formes de gestion collective dont les allocations stratégiques de portefeuille (exposition relative aux différentes classes d'actifs) sont décidées par les épargnants et non par des gérants institutionnels au regard d'objectifs explicites de long terme (fonds de pension du secteur public et fonds de pension à prestations définies du secteur privé).

Ces constats portant sur le marché des actions aux Etats-Unis sont certainement généralisables à l'Europe, où se développe une épargne retraite du type cotisations définies et où la détention d'actions transite de manière croissante via des produits de gestion collective souscrits dans le cadre des contrats d'assurance vie en unités de compte.

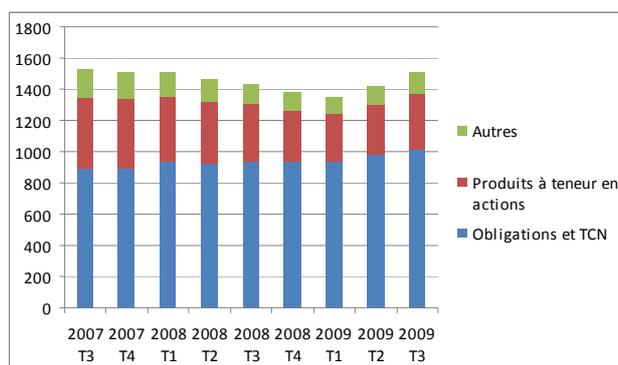
Des risques d'attrition de la demande d'actions

Ces évolutions permettent de dresser des pistes pour ce qui concerne l'évolution à venir de la demande d'actions et la capacité des marchés à financer les besoins en fonds propres des entreprises.

Du côté des investisseurs institutionnels, la demande d'actions pourrait être bridée par :

- la dégradation des bilans due à la crise, qui limite leur capacité à assumer du risque actions, d'autant que le contexte économique et financier est encore très incertain et que les marchés peuvent de ce fait connaître de nouveaux épisodes de volatilité ;
- le durcissement programmé des règles prudentielles dans le domaine de l'assurance et des fonds de pension, en particulier avec la mise en œuvre de Solvency 2. En France, la détention directe et indirecte d'actions par les assurances est assez importante, même si pour l'essentiel elle découle des supports en unités de compte des contrats d'assurance vie, et sa révision à la baisse pourrait avoir un impact significatif pour les marchés ;
- le vieillissement démographique, qui se traduit par une sécurisation progressive des portefeuilles des fonds de pension à prestations définies ;
- la révision à la baisse du rendement anticipé (corrige du risque) des actions consécutivement à la survenue de deux chocs majeurs sur les prix depuis le début des années 2000.

Graphique 38 : Actif des compagnies d'assurance en France (milliards d'euros)



Source : Banque de France

Du côté des ménages, on peut avancer, comme facteur susceptible de freiner la demande d'actions, le niveau élevé de l'aversion au risque en phase de sortie de crise. Elle se traduit par une demande importante d'actifs sans risque et implique que le retour vers les marchés d'actions sera certainement lent. On peut par ailleurs s'interroger, de manière plus structurelle, sur les conséquences du développement des dispositifs d'épargne retraite complémentaire de type cotisations définies et plus largement du transfert du risque financier des intermédiaires vers les ménages. Il en résulte que les décisions de placement des ménages auront à l'avenir un rôle croissant dans la détermination des flux totaux de placements en direction des marchés d'actions. Cela pourrait conduire à une pro-cyclicité plus grande des achats d'actions et une instabilité accrue des marchés, la demande d'actions des ménages connaissant des fluctuations assez marquées au sein du cycle boursier.

Les marchés du crédit et des actions : synthèse

L'année 2009 aura été marquée par une normalisation du fonctionnement des marchés du crédit et des actions, dans laquelle l'intervention des pouvoirs publics a joué un rôle décisif. La mise en œuvre de plans de soutien au système bancaire et de mesures non conventionnelles de politique monétaire, conjuguée à l'amélioration progressive de l'environnement conjoncturel, a permis à partir du printemps le rebond des valorisations boursières ainsi que la réouverture des marchés du crédit, comme en ont témoigné des volumes d'émissions importants d'obligations *corporate* et le recul marqué des primes de risque sur l'ensemble des signatures. Pour une part, le retour des entreprises sur le marché de la dette a découlé de leur difficulté à se financer par le canal traditionnel du crédit bancaire. Les émissions d'actions sont quant à elles restées dynamiques tout au long de l'année, en partie du fait des recapitalisations du secteur financier.

Ce processus de normalisation demeure néanmoins fragile. Bien que des signes de raffermissement de l'activité aient été perceptibles sur le marché des fusions et acquisitions au second semestre, ce mouvement de reprise demeurerait incertain début 2010. Les introductions en Europe n'ont par ailleurs redémarré que très progressivement au premier trimestre 2010. Par ailleurs, la qualité du crédit d'entreprise, tout comme celle des produits de financement structuré, ont continué de se détériorer tout au long de l'année 2009 et le marché de la titrisation ne fonctionne que grâce aux plans de soutien des banques centrales. Enfin, la récession économique et les interventions des Etats dans la gestion de la crise ont contribué en 2009 à une détérioration des finances publiques des pays développés et à un accroissement des déséquilibres macroéconomiques mondiaux.

Les tendances ainsi identifiées conduisent à relever un certain nombre de risques.

Le premier risque porte sur la **stabilité financière et le niveau du prix des actifs sur les marchés**. Les déséquilibres des finances publiques, l'abandon progressif des mesures non conventionnelles de politique monétaire et la résorption des excès de liquidités par les banques centrales, et enfin les incertitudes sur le rythme de la reprise économique, font courir les risques :

- de **hausse des taux d'intérêt** sur les marchés obligataires du fait des craintes sur la solvabilité des Etats, avec comme conséquence un durcissement des conditions de financement de l'ensemble des agents économiques et des moins-values sur les portefeuilles obligataires ; l'intensité de ce risque est élevée à court et à moyen terme, comme l'illustrent les tensions sur le financement de la dette de certains Etats depuis le début de l'année 2010 ;

- d'**instabilité des prix d'actifs** ; ce risque concerne plus particulièrement les marchés les moins liquides, dont certains ont connu récemment des flux d'investissement massifs, à l'image des marchés d'actions émergents ou des marchés de *commodities*.

Le second risque, d'intensité plus modérée, concerne la **répartition des flux de financement** entre les agents économiques et le **financement en fonds propres des entreprises**. Les émissions massives de titres par les Etats, les banques, mais également par les entreprises en raison du freinage de l'offre de crédit bancaire, peuvent exacerber à moyen terme la concurrence pour les financements de marché et engendrer des effets d'éviction, tant sur les marchés d'actions que sur les marchés du crédit. Les financements en fonds propres des entreprises, en particulier celles de taille petite ou moyenne, pourraient par ailleurs pâtir à court et à moyen terme d'une réduction des placements en actions des investisseurs institutionnels, en lien avec le durcissement de la réglementation prudentielle, d'une allocation d'actifs sécuritaire des ménages, en particulier dans une phase post-crise où leur aversion au risque est élevée, ou enfin des difficultés rencontrées par les fonds de capital investissement.

Un troisième risque porte sur l'émergence de **nouveaux produits** sur le marché du crédit (CoCos, Re-Remic), en réaction au durcissement des contraintes réglementaires des banques en matière de fonds propres ou afin de satisfaire les exigences des investisseurs en matière de notation des titres en portefeuille. La complexité de ces différents instruments de dette peut soulever des problèmes d'**appréciation du risque de crédit** et de **valorisation** par le marché.

II – Organisation des marchés et intermédiaires

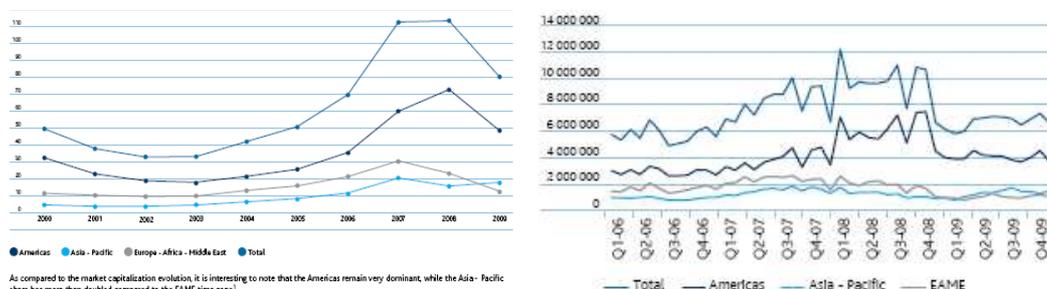
1. Négociation d'actions : des mutations des structures de marché à l'origine de nouveaux risques

Les marchés d'actions ont été caractérisés ces dernières années par des évolutions de structure multiples et profondes. Sur ce point, l'analyse est complexifiée par la multiplication des services de négociation offerts, et la diversité croissante des services de négociation et connexes dans la chaîne d'exécution des ordres : vente de données, services technologiques, analyse des coûts de transactions, etc. Elle l'est aussi par la conjoncture de crise, dont il s'agit d'isoler les effets pour identifier les tendances structurelles et, parmi elles, ce qui résulte du changement réglementaire et ce qui résulte du progrès technologique et des initiatives des intervenants de marché.

Une baisse des volumes de transactions sur les marchés actions jusqu'à fin 2009

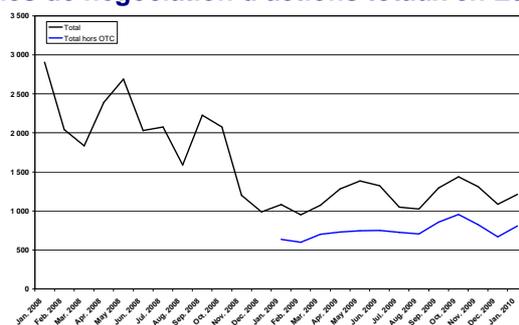
Les volumes de transactions sur actions traitées en bourse ont été significativement impactés par la crise jusqu'à fin 2009. Cependant, dans le contexte de fragmentation des marchés, les statistiques agrégées sur les volumes de transaction souffrent d'imperfections. La *World Federation of Exchanges* fournit des informations sur les marchés réglementés (MR) à l'échelle mondiale (graphique 1). En Europe, la Fédération Européenne des Bourses étend progressivement ses statistiques aux systèmes multilatéraux de négociation (SMN). De leur côté, certains rediffuseurs de données, à l'instar de Thomson Reuters, fournissent des informations consolidées qui présentent l'intérêt de couvrir non seulement les transactions réalisées sur les MR et SMN, mais aussi les transactions exécutées de gré-à-gré (OTC) par les intermédiaires (graphique 2). Ils n'isolent cependant pas, parmi ces dernières, ce qui relève spécifiquement de transactions dont l'appariement est automatisé par des systèmes internes (*crossing networks*). Ces statistiques soulèvent aussi différentes questions méthodologiques, d'une part parce que la définition des transactions n'est pas nécessairement homogène à travers les marchés – la prise en compte des différentes opérations au long de la chaîne d'intermédiation peut, en particulier, différer¹⁰ – et, plus fondamentalement, parce que l'information sur les transactions OTC reste de faible qualité (par exemple du fait de déclarations multiples, erronées, etc.). Sur ces bases, la baisse des volumes de transaction de 2008 à la mi-2009 sur les marchés d'actions n'a pas occasionné de crise de liquidité majeure, mais n'a pas non plus été suivie par une reprise prononcée de l'activité.

Graphique 1 : Volumes négociés sur les bourses (millions USD)



¹⁰ Voir le document de consultation de CESR sur le Transaction Reporting publié le 13 avril 2010.

Graphique 2 : Volumes de négociation d'actions totaux en Europe et part de l'OTC



Source : Thomson Reuters Equity Market Share Report

Liquidité : la baisse attendue des coûts de transaction reste à vérifier

La liquidité se décline selon plusieurs indicateurs : des mesures de coût (*spreads*) et de profondeur instantanés, d'une part, et, de l'autre, des indicateurs de durée d'exécution et de résilience, notamment pour les ordres de taille importante. Les études approfondies de l'évolution de la liquidité depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF en Europe – et celle de *Regulation NMS* aux Etats-Unis – restent rares et souvent inabouties. Certaines analyses conduisent cependant à conclure à ce stade que la liquidité du marché des actions ne s'est dans l'ensemble pas significativement améliorée depuis l'entrée en vigueur de la directive MIF. Par exemple :

- Selon l'indicateur de fourchettes affichées en clôture de séance considéré par CFA (2009)¹¹ (voir graphique 43), on n'observe pas de changement significatif de la liquidité entre la période précédant novembre 2007 et celle qui suit. L'étude note cependant une baisse des fourchettes pour la plupart des valeurs britanniques et, à un moindre degré, françaises ;
- Gresse (2010) observe une amélioration des fourchettes effectives sur les marchés consolidés, mais pas sur chacun des marchés pris individuellement – donc pas forcément pour des intervenants (*local traders*) n'exécutant leurs ordres que sur un seul marché¹² ;
- Selon Idier, Jardet et Le Fol (2009) et des travaux plus récents de la Banque de France¹³, la liquidité restait au début 2010 du même ordre que celle observée en début de période (de 2000 à mi-2003) – c'est-à-dire inférieure à celle qui prévalait avant l'entrée en vigueur de la directive MIF (graphique 4).

La portée de ces résultats reste à confirmer au-delà du contexte de crise et à affiner. Il importe enfin de noter que ces conclusions sont sensibles à de faibles différences de structure des marchés. De ce fait, les constats faits par ailleurs – par exemple, par Goldman Sachs ou O'Hara et Ye (2009)¹⁴ d'une amélioration significative de la liquidité aux Etats-Unis – ne sont pas nécessairement transposables à l'Europe. Ajoutons enfin que ces mesures ne tiennent pas compte des frais de transaction explicites - commissions de bourse et d'intermédiation, ni de

¹¹ CFA Institute (2009), *Market Microstructure: The Impact of Fragmentation under MIFID* calcule l'écart entre le meilleur prix affiché à l'achat et à la vente dans le carnet d'ordres consolidé à travers les différents marchés considérés (bid-ask spread). Cet indicateur, mesuré quotidiennement, ressort comme assez sommaire.

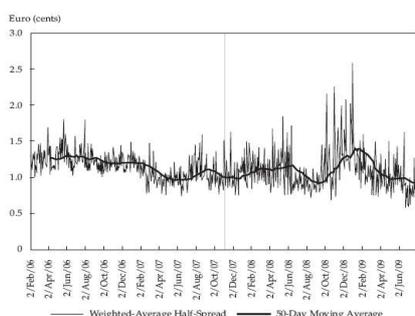
¹² Gresse (2010), "Multimarket trading market quality". L'auteur étudie les fourchettes effectives (suivies par des transactions) de 152 titres d'avril à juin 2008. Notons ici que les politiques de meilleure exécution des intermédiaires ne requièrent souvent l'exécution que sur un lieu d'exécution unique.

¹³ Idier, Jardet et Le Fol (2009), "How liquid are markets", *Bankers, Markets & Investors* n°103 Nov.-Dec. et Banque de France (2010), *Financial Risk Assessment*, Synthèse de l'évaluation des risques du système financier français, janvier.

¹⁴ Goldman Sachs (2009), "Market Structure Overview", Sep. ; O'Hara, Ye (2009), "Is Market Fragmentation Harming Market Quality?".

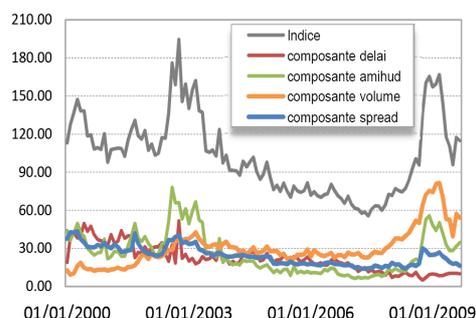
tous les coûts de recherche d'information. En outre, elles ne rendent pas compte du changement de nature de la liquidité, en partie sous l'effet du trading haute fréquence (voir ci-après), et de ses effets sur les différents acteurs.

Graphique 3 : Demi-fourchettes de cotation pondérées mesurées en clôture de séance de cotation pour 44 titres entrant dans la composition de l'indice DJ STOXX 50



Source : FactSet, CFA Institute calculations

Graphique 4 : Indicateur synthétique d'illiquidité des valeurs de l'indice DJ EURO STOXX 50



Source : Banque de France-DEMF-Centre de Recherche en Economie Financière.

La formation des prix publics ne semble, à ce stade, pas menacée, mais des risques apparaissent

La prise en compte croissante, ces dernières années, de la diversité des besoins de négociation (multiplication des types d'ordres, variété des choix en termes de routage d'ordres et de vitesse d'exécution, liberté de fixation par les marchés des pas de cotation, etc.), s'est traduite par une multiplication des options proposées aux investisseurs, notamment en matière d'affichage public de leurs ordres. Cette évolution peut induire des risques pour le processus de formation de prix publics, et, plus spécifiquement, avoir des effets adverses sur certains intervenants moins à même de faire face à la complexification des structures.

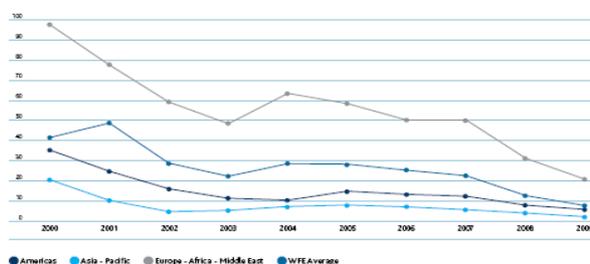
La formation de prix publics, qui constitue un service pour l'économie dans son ensemble, a été historiquement dévolue aux bourses et l'est aujourd'hui aux MR et SMN, dans la mesure, tout au moins, où ils satisfont des exigences de transparence pré-négociation ; or, dans un contexte de réduction considérable de la taille moyenne des ordres (graphique 5), on a assisté à une multiplication des structures de marché à l'usage d'intervenants désireux de limiter les coûts d'impact de leurs ordres. Ceci réduit le contenu informationnel des prix publics. Les *dark pools* sont ici visés, qui, au sens large, se définissent comme des lieux d'exécution exemptés des obligations de transparence pré-négociation. Parmi eux, on distingue, d'une part, les services de plateformes électroniques, c'est-à-dire de marchés organisés possédant le statut de MR et SMN¹⁵, et, de l'autre, de systèmes automatisés d'appariement d'ordres des intermédiaires de marché (*crossing networks*) réputés fonctionner de gré-à-gré. On a ainsi assisté à une multiplication depuis 2008 des *dark pools* dotés du statut de SMN (ou constituant des segments de MR), là où il n'y en avait qu'un seul (Posit) fin 2007. La part des transactions réalisées dans ce cadre semble encore modeste. Thomson Reuters fait ainsi état d'un ratio de 2% par rapport au total des volumes échangés dans les carnets d'ordres des marchés réglementés en décembre 2009. Ce ratio, en forte croissance, atteint cependant aux Etats-Unis des niveaux beaucoup plus significatifs, de l'ordre de 8 à 10 %. Sa portée est en outre limitée, car il ne couvre pas les *dark pools* échappant au statut et obligations réglementaires des RM et SMN,

¹⁵ Xetra Midpoint est un segment de Deutsche Börse. Smartpool d'Euronext est statutairement un SMN. Chi-X, BATS Europe, Liquidnet, Turquoise, Posit, Nasdaq OMX Europe, Instinet BlockMatch, dans l'ordre décroissant des parts de marché mesurées par Thomson Reuters fin 2009.

dans un contexte où la plupart des grandes banques d'investissement gèrent désormais des systèmes d'appariement d'ordres automatisés¹⁶.

Graphique 5 : Taille moyenne des transactions ('000 USD)

Average value of trade - USD thousands (weighted by share value trading)



When looking at the average size of trades in each time zone, it is interesting to note a clear convergence towards a comparable figure. It is also interesting to note that the downward trend started in 2000, and has accelerated for the last two years. The significant larger figure from the SAME time zone is consistent with its absolute value of share trading and the smaller figure of number of trades compared to the other regions.

Source : World Federation of Exchanges

Au-delà, mesurer la qualité de la formation du prix des actions reste un enjeu théorique¹⁷. Sur des données d'avril à juin 2008, Gresse (2010) montre cependant *"a positive correlation between inefficiency coefficients and market-traded order flow fragmentation, that is a deterioration of prices' quality"*. En revanche, comparant à partir d'indicateurs quotidiens et de moyens statistiques et économétriques plus sommaires, les 440 jours précédant et les 440 jours consécutifs à l'entrée en vigueur de la MIF, CFA (2009) montre que la hausse observée de la volatilité est d'autant plus significative qu'elle est corrélée à des indices de fragmentation et qu'on ne peut statistiquement conclure à un changement de régime entre les deux périodes considérées.

Les orientations du régulateur devront donc s'appuyer sur un suivi de la part des transactions exemptées d'obligations de transparence pré-négociation et tenter, au-delà, d'identifier d'éventuelles dynamiques de dégradation de la qualité des prix¹⁸. Ceci requiert d'examiner l'importance des différentes dérogations aux obligations de transparence, qu'elles s'appliquent aux SMN et MR ou aux services de négociation de gré-à-gré. Concernant ces derniers, il s'agira avant tout de qualifier les transactions réalisées au regard des activités d'intermédiation reconnues par la directive MIF.

La croissance du trading haute fréquence modifie profondément la structure des marchés

La directive MIF a favorisé le développement de SMN concurrençant directement les marchés réglementés sur la négociation d'actions au sein de carnets d'ordres ouverts au public. De fait les parts de marché des principaux SMN transparents ont continué de croître dans un contexte où l'on a cependant commencé à observer un mouvement de consolidation, la plupart des

¹⁶ GS Sigma X, CS CrossFinder, UBS PIN, BarCap LX, Citi Match, MS Pool, SG AlphaX, BNP BIX, Cheuvreux Blink, etc. Notons ici que Nomura a choisi de donner le statut de SMN à sa plateforme de négociation interne NX, lancée comme telle le 25/01/10 au Royaume-Uni. Il restera à déterminer si cette initiative est représentative d'une volonté plus générale des banques d'investissement (UBS a aussi annoncé la création d'un dark pool opérant avec le statut de SMN). La Fédération Européenne des Bourses (FESE Position on Dark Pools and Broker CNs, 12/02/10) souligne que les transactions OTC représentaient en 2009 38% des volumes traités et demande une transparence accrue sur ces volumes dont une partie est attribuable à des dark pools tels que définis ici.

¹⁷ Les indicateurs en usage dans la littérature académique reposent en général sur un cadre théorique où deux types d'agents, informés et non informés, interagissent sur des marchés efficients, donc sur des hypothèses fortes. Notons en outre que, dans ce cadre, la volatilité des cours des actions traduit la prise en compte de l'information par le marché, et s'interprète donc exclusivement comme une contribution positive à l'efficacité du marché.

¹⁸ Certains, comme CA Cheuvreux (2009), évoquent la possibilité d'une telle évolution ("La mauvaise liquidité chasse-t-elle la bonne ?").

opérateurs restant déficitaires et, donc, financés à perte par leurs promoteurs, en général les intermédiaires qui constituent la base de leur clientèle. Cette pression concurrentielle exacerbée s'est traduite par une baisse drastique des coûts explicites de négociation et une déformation des structures tarifaires au profit des ordres apporteurs de liquidité (ordres limites)¹⁹. Elle a également favorisé une "course" à la réduction des pas de cotation²⁰ et à la vitesse d'exécution. Cette dernière s'est traduite par le développement de techniques d'accès "direct" au marché, parmi lesquelles l'accès sponsorisé – qui délocalise les infrastructures d'accès au marché des intermédiaires chez leurs clients ; et la colocalisation – qui caractérise l'installation des systèmes de négociation des membres de marché à proximité des systèmes en charge de la gestion des carnets d'ordres. Le recours croissant à ces nouvelles structures de marché est généralement, et intimement, lié à l'essor du *trading* à haute fréquence (HFT). Ce dernier compterait aujourd'hui selon des évaluations de consultants – du reste probablement sensibles à la spécification de ce qui est mesuré – pour une part majeure des volumes de transaction aux Etats-Unis et significative en Europe²¹.

Au sein du *trading* algorithmique au sens général, le HFT diffère des stratégies d'exécution – *program trading* (exécution de paniers) ou *black-box trading* – par lesquelles les intermédiaires exécutent, sur la base des préférences exprimées (prix, quantité, durée, etc.), les ordres de leurs clients. Même si des techniques d'exécution analogues peuvent être utilisées dans les deux cas, le HFT s'en distingue et se définit par deux critères principaux : d'une part, la nature des acteurs qui l'initient – des fonds (tels que Citadel, Getco, Kyte, IMC, Madison Tyler, Man, Renaissance, Timber Hill, Wolverine, etc.) ou le compte propre de banques d'investissement ; d'autre part, par la mise en œuvre de stratégies d'investissement requérant le recours à des infrastructures de gestion des ordres capables de générer et d'annuler des volumes d'ordres très importants, avec des temps de latence d'accès aux marchés très réduits (mesurés en microsecondes). Ces techniques d'investissement visent à retirer les gains d'une rotation extrêmement rapide du capital investi et supposent donc d'avoir accès à des marchés très liquides ; ils impliquent des engagements en capital en principe limités, les positions des opérateurs étant généralement closes quotidiennement. La mise en œuvre de ces techniques d'investissement est fondée sur des programmes sophistiqués et conduit à distinguer quatre types de stratégies : des stratégies de "*market making* opportuniste"²², des stratégies d'arbitrage (entre prix sur différents marchés et/ou produits proches ou substituables²³), des stratégies de retour à la moyenne (*mean reverting*), des stratégies directionnelles²⁴ (*momentum*)²⁵. Notons enfin que, compte tenu du fait que la rentabilité de ces stratégies repose sur la multiplication d'opérations générant de faibles marges, ces stratégies sont très sensibles aux différents événements susceptibles d'affecter le marché et en particulier aux impacts des stratégies "adverses" susceptibles d'être mises en œuvre. En particulier, elles exposent leurs initiateurs à un risque d'identification et de "*reverse-engineering*" par des concurrents. Elles sont donc en général alternées et modifiées fréquemment, et font l'objet du plus grand secret.

¹⁹ NYSE Euronext a aussi adopté une tarification préférentielle pour les ordres pour compte propre par rapport aux ordres pour compte de tiers. Le marché est revenu depuis sur cette initiative.

²⁰ Sous l'égide de la FESE, un accord a été obtenu à l'été 2009 pour adopter une grille de pas de cotation commune en Europe. Il reste à en observer les effets dans la durée.

²¹ TABB donne 60% pour les US, Celent 42%, Rosenblatt Securities "environ 66%" et "environ 35% en Europe mais en forte croissance".

²² La tenue de marché consiste à placer des ordres à l'intérieur de la fourchette afin de capturer la fourchette de cotation (spread). Elle est ici entendue comme non contrainte par des obligations contractuelles d'affichage de prix et quantités à l'achat et à la vente sur les titres concernés.

²³ Ceci inclut des stratégies d'arbitrage instantané lorsque les prix diffèrent pour une même valeur ou des produits substituables et des stratégies de "retour à la moyenne" (mean reverting) en cas de cours statistiquement improbable.

²⁴ Ceci inclut des stratégies event-driven qui profitent –le cas échéant en automatisant l'interprétation du flux d'information– de l'impact des informations nouvelles sur les cours, en plaçant des ordres extrêmement rapidement.

²⁵ De façon analogue, le concept release de la SEC du 14/01/10 distingue 4 catégories de stratégies : "Passive Market Making", "Arbitrage", "Structural", et "Directional".

Les coûts indirects induits par la complexification de l'organisation du marché affectent plus certains intervenants

Schématiquement, ces nouvelles structures de marché ont été génératrices de deux nouvelles sources de coûts. Les premières sont liées aux possibilités limitées de consolider, dans l'environnement créé par la directive MIF, l'information de marché publique – en particulier post-négociation – à travers les lieux d'exécution. Ceci affecte le principe même de la fragmentation organisée par la MIF, et devrait favoriser le développement d'infrastructures propres à améliorer la consolidation de l'information post-négociation. Si ces infrastructures constituent un progrès nécessaire, les choix techniques et organisationnels (gouvernance, etc.) les concernant²⁶ auront cependant probablement des implications significatives pour l'industrie de l'intermédiation de marché. En revanche, les questions relatives à la formation des prix et à la transparence pré-négociation sont abordées à travers de possibles aménagements du dispositif actuel et sans remettre, à ce jour, fondamentalement en cause le champ des exemptions de la directive MIF²⁷.

Au-delà, de nouvelles sources de coûts proviennent d'une réduction de la lisibilité de l'information de marché due aux diverses initiatives entourant le développement du trading haute fréquence décrites plus haut (réduction des pas de cotation, accroissement de la rapidité d'exécution des ordres, évolutions des structures tarifaires, etc.) et qui se traduisent par une "atomisation" de la liquidité dans le temps comme dans l'espace (voir graphique 6), ainsi que par la généralisation du recours à des stratégies de négociation fondées sur l'utilisation d'algorithmes "propriétaires" (secrets). Il en résulte une incapacité croissante à juger des conditions de marché et prédire la qualité d'exécution, et de ce fait une nécessité croissante de recourir aux quelques intermédiaires capables de financer des infrastructures donnant accès aux différents lieux de négociation pertinents, et aux techniques de routage et de gestion des ordres de pointe. De fait, le total des coûts induits par la veille additionnelle (*monitoring*) rendue nécessaire par les nouvelles structures de marché, et au-delà par l'ensemble des services transactionnels à la charge des investisseurs, semblent avoir augmenté depuis 2007. En pratique, la complexité de certaines grilles tarifaires, la multiplicité des sources de coût (explicites, implicites, de post-marché), la difficulté d'isoler l'impact de certaines d'entre elles (par exemple, le coût spécifique lié au trading actions dans l'acquisition d'un flux de données), et le caractère bilatéralement négociable des frais liés aux services d'intermédiation des courtiers, rendent l'évaluation de ces coûts totaux délicate. Le cabinet de consultant Celent, sur la base d'une enquête sur les coûts effectivement supportés par des échantillons d'investisseurs, estime cependant que les coûts de transaction totaux ont crû de 20% depuis l'entrée en vigueur de la directive. De façon congruente, certains intermédiaires de marché attestent de l'augmentation des frais d'intermédiation. Par exemple, *"pour CA Cheuvreux, du fait de l'augmentation du nombre de transactions et de la baisse de l'Average Trade Size, alors même que les coûts des marchés Lit exprimés en bp baissaient de 30% et les coûts de règlement-livraison baissaient de 47%, les coûts de transaction augmentaient de 24% entre 2007 et 2009"*.

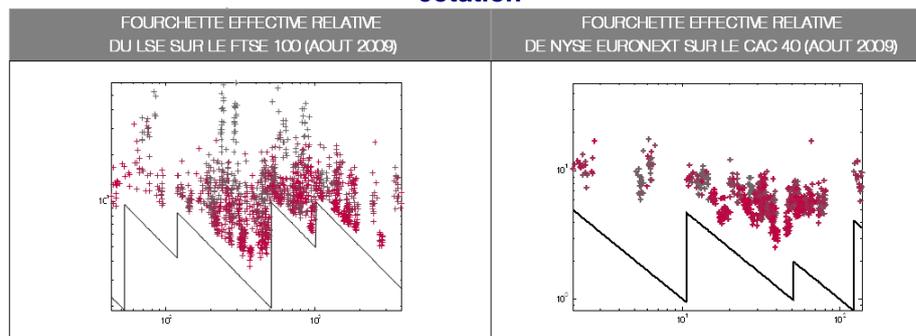
Plus précisément, on a observé une réduction significative de certaines sources de coûts – coûts explicites de négociation (commissions des bourses), coûts des ordres apporteurs de liquidité, coûts de traitement post-marché (compensation, etc.)– et une augmentation des coûts liés à l'acquisition des flux de données de marché et à leur consolidation, à la fourniture de l'accès aux différents lieux d'exécution sur lesquels est fragmentée la liquidité, au développement d'algorithmes d'exécution et de routage d'ordres, à l'analyse et au suivi des coûts de transaction et de la *best execution*. Ces développements ont probablement favorisé certains intervenants – au premier chef, les traders haute fréquence (HFT) apporteurs de liquidité – au détriment des autres. Ces derniers, incluent probablement, mais cela resterait à

²⁶ La consolidated tape américaine est une structure mutualiste et sert également à la consolidation de l'information pré-négociation.

²⁷ Ce point de vue reflète celui du rapport Fleuriot remis au Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi français et celui de la Commission européenne à en croire, par exemple, l'article "European Commission regulatory revamp to improve best execution" dans The Trade du 26/11/09.

établir précisément, des intermédiaires et investisseurs institutionnels de taille moyenne et petite, ainsi que des investisseurs non-financiers et de détail, dans un contexte où l'on semble constater que ce type d'intervenants adopte fréquemment des politiques d'exécution peu sophistiquées et privilégiant le recours à un lieu d'exécution unique (typiquement le marché réglementé). Au total, on peut donc s'interroger sur les effets de la concentration par un nombre restreint d'intermédiaires des accès aux marchés au sein d'entités capables d'en financer et rentabiliser les coûts.

Graphique 6 : "Atomisation de la liquidité" : Effet de la réduction des pas de cotation



Source : CA Cheuvreux

Des effets sur les conditions concurrentielles prévalant dans l'industrie de l'intermédiation de marché

La concentration de l'industrie de l'intermédiation relevée ci-dessus est *a priori* compatible avec les objectifs de la MIF, dans la mesure où cette dernière vise *in fine* à favoriser une intégration accrue du marché intérieur européen et une baisse des coûts de négociation par l'obtention d'économies d'échelle.

Certaines implications sur la concurrence entre prestataires de services d'investissement – en l'occurrence de services d'intermédiation de marché – sont cependant de nature à avoir des effets non souhaités. On distingue à cet égard selon qu'il s'agit d'une forme de concurrence "organisée" par la MIF ou pas. En l'occurrence, il convient de s'assurer que le cadre créé par la MIF n'engendre pas d'inégalité des conditions concurrentielles prévalant concernant la fourniture de services analogues voire substituables. Certains MR ont, par exemple, exprimé des craintes que le cadre réglementaire qui leur est applicable ne soit proportionnellement plus contraignant que celui qui s'applique aux SMN qui les concurrencent directement. Ce point devra faire l'objet d'une analyse dans le cadre de la révision de la directive MIF.

Plus fondamentalement, une forme de concurrence s'est développée entre marchés transparents (MR et SMN) et marchés "privés" gérés par les intermédiaires, en marge du cadre prévu par la directive MIF. De fait, le statut d'internalisateurs systématiques (IS) créé par cette dernière, bien qu'il soit resté en pratique assez faiblement contraignant, n'a pas été reconnu, puisqu'il concerne exclusivement des transactions pour lesquelles les intermédiaires interviennent en compte propre (en se portant contrepartie de leurs clients), comme propre à caractériser les systèmes d'appariement d'ordres internes des intermédiaires (*crossing networks* ou CN).

Ce contexte soulève potentiellement des risques :

- pour l'égalité d'accès des différents intervenants aux marchés, notamment pour les investisseurs ou émetteurs de taille moyenne ou petite ;

- en matière d'égalité du traitement concurrentiel des différents prestataires de services d'investissement, l'activité des intermédiaires, quoiqu'encadrée par des règles de conduite, se situant largement en dehors du cadre réglementaire applicable aux marchés²⁸ ;
- pour la formation des prix, dans la mesure où les négociations réalisées de gré-à-gré ou sur la base d'exemptions au régime de transparence ne contribuent pas à la formation de prix publics.

Des risques opérationnels et pour l'intégrité du marché

Dans ce contexte, divers travaux conduits aux Etats-Unis ont souligné l'importance des risques opérationnels associés aux nouvelles structures de négociation – et plus particulièrement du trading haute fréquence. L'OICV, et plus récemment la SEC²⁹, soulignent en particulier les risques associés aux diverses formes d'accès direct aux marchés, comme, par exemple, l'accès sponsorisé (*sponsored access*) par lequel les intermédiaires délèguent leurs infrastructures d'accès au marché et ne disposent donc plus de la capacité de filtrer les ordres qui leur sont transmis. De nouvelles règles sont ainsi proposées pour encadrer ce type de pratiques aux Etats-Unis, visant à faire adopter des mécanismes de surveillance et de contrôle de la gestion des risques, afin que les intermédiaires s'assurent du respect des limites de crédit ou en capital de leurs clients, de l'interruption des ordres erronés facilement identifiables, et des violations des règles de marché applicables. De fait, dans un contexte d'automatisation des techniques de gestion et de traitement des ordres, les risques opérationnels revêtent probablement une importance croissante et, le cas échéant, systémique³⁰.

Le trading haute fréquence fournit par ailleurs des outils susceptibles d'être détournés de leur usage légal. Ces outils sont de nature à faciliter la mise en œuvre de stratégies manipulatoires ou contraires aux intérêts des clients (*front running*)³¹. De telles stratégies peuvent, par exemple, consister pour un intervenant à afficher des intérêts opposés à ses intérêts réels dans le but de favoriser un ajustement des positions des autres intervenants, puis à annuler le (ou les) ordre(s) concerné(s). Le but recherché est alors de favoriser l'exécution d'un ordre de sens contraire, c'est-à-dire d'obtenir une meilleure exécution que celle qui était possible dans l'état initial du carnet (on parle ici, selon les cas, de *spoofing* ou de *layering*). A l'inverse, un intervenant peut afficher des intérêts, par exemple à l'achat d'un titre, et souhaiter être exécuté, au terme de quoi il souhaite créer une dynamique de marché, en l'occurrence de hausse des cours (*momentum ignition*). Au terme de la hausse consécutive à son achat initial, l'intervenant revend ses titres pour profiter du mouvement de marché ainsi créé. D'autres stratégies manipulatoires sont bien entendu possibles. Il importe ici seulement de constater que ces stratégies sont susceptibles d'être automatisées et mises en œuvre dans le cadre de schémas automatisés et, le cas échéant, à haute fréquence, différents cas ayant d'ailleurs d'ores et déjà été avérés. Sur ce point, il convient d'ajouter que les stratégies HFT compliquent considérablement la surveillance des marchés, car elles démultiplient les volumes de données à traiter et brouillent la lecture du carnet d'ordres en amplifiant certains mouvements de titres. Ceci requiert donc que le régulateur se dote des moyens nécessaires pour documenter et analyser les pratiques et, dans un contexte où le secret est la règle, obtienne des données et informations précises sur les algorithmes mis en œuvre. Enfin, ces stratégies soulèvent aussi

²⁸ Voir CESR, Micro-structural issues of the European equity market, avril 2010 (ceci peut plus particulièrement concerner les obligations faites aux opérateurs en matière de gestion des risques opérationnels et de surveillance de marché, et les obligations d'information du public et de déclaration aux régulateurs).

²⁹ IOSCO Technical Committee, Consultation Report, Policies on direct electronic access, février 2009 ; SEC, Proposed rule on direct access, janvier 2010.

³⁰ La Federal Reserve Board of Chicago (2010) cite à cet effet des exemples d'erreurs de trading aux conséquences importantes. Par exemple, le NYSE a infligé une sanction pécuniaire à Crédit Suisse le 13/01/10 pour "manque de supervision du développement et de l'exécution d'un algorithme". Suite à une modification d'algorithme inappropriée (en 2007), celui-ci avait généré 600.000 ordres en 20 minutes et par conséquent considérablement ralenti l'accès aux systèmes de gestion des ordres du marché.

³¹ Angel, Harris et Spatt (2010) soulignent l'accroissement des risques de front running dans la structure de marché actuelle.

des questions sur la frontière entre stratégies autorisées et prohibées – par exemple sur les seuils à partir desquels les stratégies de *market making* se traduisent par des abus de position dominante.

2. Marchés OTC : la mise en place d'infrastructures de post-marché est de nature à réduire certains risques mais l'accroissement de la transparence reste, à ce stade, limité

A l'inverse de ce qu'on observe sur les marchés d'actions, sur lesquels la fragmentation et les exemptions réglementaires semblent contribuer à accroître l'opacité, on assiste sur certains marchés de gré-à-gré, à la mise en place d'infrastructures centralisées permettant, pour certaines, de compenser, et, plus généralement, de déclarer les opérations réalisées. Cette évolution, mise en œuvre par l'industrie pour répondre aux demandes des régulateurs suite à la crise financière, vise avant tout à améliorer la prévention des risques systémiques identifiés dans nos précédentes cartographies. Elle reste cependant largement inaboutie, en sorte que les régulateurs européens disposent, à ce jour, encore d'un niveau d'information limité sur les marchés de gré-à-gré.

La volonté de réforme des marchés de gré-à-gré, relayée par l'industrie, se prolongera dans la loi

Le texte de la directive MIF laissait à la discrétion des autorités nationales le soin d'étendre, si nécessaire, ses exigences à d'autres produits que les actions, et requérait de la Commission européenne qu'elle rende compte sur ce point. Les réflexions sur l'intérêt d'une telle extension des exigences de la MIF se sont initialement concentrées sur les mécanismes de négociation sur les marchés d'obligations d'entreprises et d'obligations d'Etats. Les positions de l'industrie sur ce point, étayées par des travaux académiques³², ont alors trouvé écho auprès de la Commission européenne, qui concluait en avril 2008 à l'absence de défaillance de marché propre à justifier une intervention réglementaire. Les appels du G20 et du Forum de Stabilité Financière pour accroître la résilience des marchés suite à la crise financière ont changé les termes de la réflexion, et l'ont étendue bien au-delà des seuls marchés obligataires. Ils ont ainsi conduit les régulateurs prudentiels et de marché à reconsidérer la position selon laquelle les marchés de gré-à-gré avaient la capacité de s'organiser spontanément de façon optimale. Les travaux de l'OICV sur les produits structurés ont été prolongés par ceux du CESR sur les marchés d'obligations d'entreprise, de produits financiers structurés et de dérivés de crédit, qui établissaient que *"les initiatives de marché ne fournissent pas un niveau suffisant de transparence"*³³. Le CESR a, depuis, recommandé *"l'adoption d'un régime de transparence post-négociation obligatoire pour les obligations d'entreprises dans le contexte de la future révision de la directive MIF"* et a appelé de ses vœux un *"régime de transparence post-négociation pour les produits structurés [ABS, CDO, ABCP, CDS] complémentaire des initiatives visant à accroître la transparence plus tôt dans la chaîne des transactions"*. La Commission européenne en a d'ores et déjà approuvé certaines orientations³⁴. Ces volontés de réforme des structures de marché ne se sont cependant pas encore traduites par l'édiction de

³² B. Biais et al. (2006) sur le marché des obligations corporate et R. Portes et al. (2006) sur celui des obligations d'Etat ont été mandatés par le CEPR et la City of London. Ils concluaient à l'absence de bénéfice d'une transparence accrue pour la liquidité des marchés, sauf, le cas échéant, pour les marchés d'obligations d'entreprises où une exigence de transparence post-négociation – à l'instar de ce qu'a montré l'adoption du système TRACE aux Etats-Unis – pouvait s'avérer bénéfique.

³³ "Transparency of Structured Products", Consultation Report of the Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions; Sep. 2009. CESR, "Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets", juillet 2009.

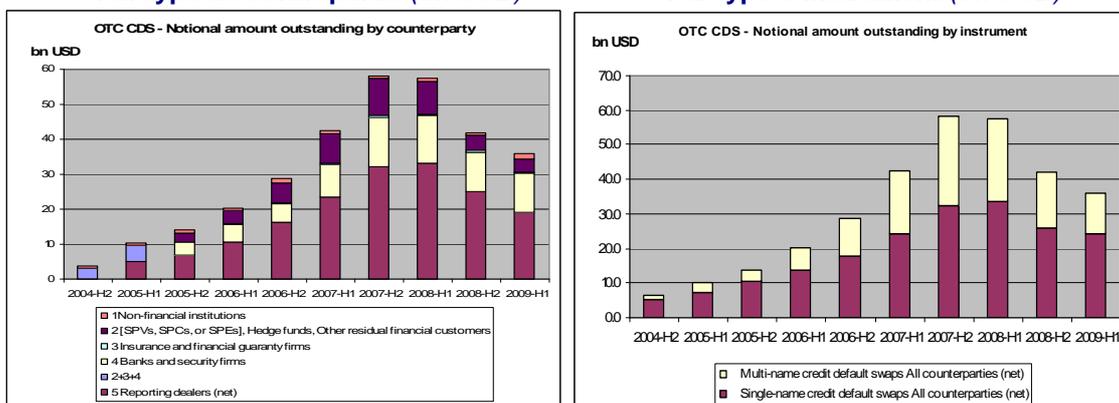
³⁴ Le rapport de la Commission européenne d'octobre 2009 intitulé "Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets Future policy actions" appuie en particulier les positions de CESR sur les dérivés.

règles prescriptives, mais devraient l'être prochainement (voir ci-après). C'est donc l'industrie qui en a initialement pris le relais. Ses initiatives ont surtout concerné le marché des CDS et, dans une moindre mesure, celui des obligations d'entreprise.

Le marché des CDS se situe à la pointe des réformes

Les statistiques de la Banque des Règlements Internationaux permettent d'identifier certaines tendances du marché des CDS. On note ainsi que, né au début des années 2000, le marché s'est fortement développé jusqu'en 2008, mais que suite aux cycles de compression des contrats mis en œuvre, il a enregistré depuis une forte réduction nette (*i.e.* après prise en compte des flux de nouveaux contrats émis) des encours notionnels de contrats en circulation (graphique 7). Cette réduction a porté les encours de 60.000 (fin 2007) à 36.000 milliards de dollars (au 1^{er} semestre 2009), soit 6% des encours notionnels de dérivés OTC mondiaux enregistrés par la BRI. Cette phase de réduction "technique" de positions redondantes et porteuses de risques de contrepartie inutiles touche à sa fin, en sorte qu'une hausse de l'encours des CDS semble probable en 2010.

Graphique 7: Encours notionnel de CDS dans le monde
Par type de contrepartie (trn USD) Par type d'instrument (trn USD)



Source : Banque des Règlements Internationaux, compilation par CESR.

Les initiatives de l'industrie pour réformer la structure du marché des CDS ont visé (et visent encore) avant tout à améliorer les procédures et infrastructures techniques des opérateurs - par exemple pour poursuivre la réduction amorcée en 2006 des volumes de transactions non-confirmées (*backlogs*) – et à standardiser les procédures et traitements ainsi que les contrats - afin de faciliter la consolidation des informations sur le marché, l'automatisation des traitements, et le recours, le cas échéant, à des services de compensation. La Commission européenne examine sur ces bases les options pour légiférer et finalisera à cet effet, au cours de l'été 2010, les termes d'une directive sur le post-marché. Cette directive sera structurée autour de deux principaux volets : d'une part, la compensation des dérivés "éligibles", et, d'autre part, l'harmonisation des règles d'agrément et de fonctionnement des contreparties centrales (CCP) et des bases de données centrales sur les transactions (*trade repositories*).

Aux Etats-Unis, un projet de loi vise d'ores et déjà à rendre obligatoires certaines pratiques mises en œuvre par l'industrie depuis la crise financière, à savoir en particulier la transmission de l'information sur les transactions réalisées à des *trade repositories*, le recours pour les contrats standardisés susceptibles de l'être à une chambre de compensation centrale, et, plus

généralement, la sécurisation – par dépôt de collatéral ou de marges – de la négociation des produits de gré-à-gré³⁵.

Ces initiatives réglementaires prolongent ainsi celles de l'industrie afin de mettre en place des nouvelles structures de post-marché, et plus particulièrement de définir leur mode d'organisation et de gouvernance, notamment pour ce qui concerne leur régime concurrentiel.

Avant tout, le recours systématique à la compensation, par la consolidation ("*netting*") des positions des membres concernés, est appelé à réduire certains risques. Les risques résiduels exigeront cependant des procédures appropriées³⁶. A l'échelle internationale, et plus spécifiquement en Europe, l'harmonisation des règles des opérateurs³⁷ contribuera également à la réduction des risques. Elle conduira en outre probablement à aborder des questions relatives à la coexistence des CCP – aux risques qu'elle est susceptible d'engendrer, et à leur éventuelle concurrence.

Mais la plupart des contrats ne sont pas standardisés et, *a fortiori* éligibles aux services de compensation. La centralisation des informations sur les transactions par des *trade repositories* (TR) ressort donc comme d'importance systémique et doit être systématisée, ce qu'atteste d'ailleurs l'adoption du statut de banque (sous la juridiction de la *Federal Reserve Bank of New-York*) par le *Trade Information Warehouse* de la DTCC américaine³⁸. Il importera donc ici, comme pour les chambres de compensation, de s'assurer de la cohérence internationale des règles applicables et de la supervision de ce type d'entités, qui seules, au-delà des services susceptibles d'être fournis par les chambres de compensation, permettent d'établir une transparence sur les marchés concernés.

Plus spécifiquement, cette transparence pourra prendre deux dimensions. La première concerne les déclarations (*reporting*) au régulateur, qui réduiront les risques pour l'intégrité des marchés, dans un contexte où les relations et possibilités d'arbitrage entre marchés au comptant et de dérivés rendent de plus en plus nécessaire une surveillance précise de ce marché. Ces préoccupations rejoignent d'ailleurs celles qu'ont eu dernièrement les autorités grecques, lorsqu'elles ont souhaité s'enquérir d'éventuelles manipulations des cours de leur dette souveraine³⁹. La seconde dimension, pourrait plus généralement concerner le rôle des TR dans la publication d'informations au marché, sachant que ce rôle se limite aujourd'hui à la publication de statistiques agrégées, et n'a pas vocation à servir d'outil de transparence post-négociation.

³⁵ Voir Duffie, Li, Lubcke (2010), "Policy perspectives on OTC market infrastructure", Federal Reserve Bank of New-York, sur la nature des progrès réalisés et ISDA (<http://www.isda.org>) pour les initiatives en cours.

³⁶ de Fournoux et Nicolet (2009) notent qu'une confiance excessive dans la résilience des chambres de compensation pourrait conduire à des prises de risque excessives voire à un accroissement du risque systémique (« Risques systémiques : Il y a CCP et CCP, Banque et Stratégie », nov. 2009).

³⁷ Quatre organismes de compensation en Europe et aux États-Unis proposent des services de contrepartie centrale pour les dérivés de crédit OTC : ICE Trust, ICE Clear Europe, Eurex et LCH.Clearnet SA.

³⁸ DTCC Media Statement: DTCC Policy for Releasing CDS Data to Global Regulators du 23/03/10.

³⁹ CESR a défini des normes pour la déclaration des transactions sur dérivés négociés de gré-à-gré afin d'harmoniser des collectes de données en la matière (CESR Guidance to report transactions on OTC derivative instruments).

Fonctionnement du marché des CDS : des spécificités encore mal comprises

Le contexte de la crise grecque a soulevé des interrogations sur le fonctionnement du marché des CDS. Il ressort que les spécificités de la demande et de l'offre, mais aussi des interactions entre les marchés de dérivés et de leurs sous-jacents, sont encore mal comprises. On note en particulier que :

- le marché des CDS a aujourd'hui surtout pour fonction de permettre à un nombre limité d'intermédiaires financiers (les "non-banques" ne détiennent que 6% du total des encours notionnels) de mutualiser leurs risques. Il ne permet donc que des transferts de risques limités en dehors de la sphère financière, d'autant plus que la plupart des contrats visent à protéger contre le risque de défaut d'intermédiaires financiers. Cette forte concentration des positions par certains intervenants (graphique 7), s'est en outre accrue pendant la crise ;

- la nature fondamentale du service économique rendu par les CDS – sachant qu'en outre la vaste majorité des risques sont "investment grade", voire souverains – reste difficile à apprécier. De fait, les CDS sont utilisés pour couvrir le risque de leur sous-jacent, mais en pratique aussi pour parier sur sa probabilité de défaut : en vendant de la protection, on peut gagner l'écart au taux sans risque (*spread over treasuries*) sans apport de capital (jusqu'à la survenance d'un défaut). Par ailleurs, du point de vue de l'entreprise non financière, l'effet des CDS sur le coût de financement résulte d'effets défavorables (les banques créditrices exercent moins de contrôles lorsqu'elles se couvrent du risque de crédit) et d'effets favorables (la diversification du risque de crédit par les banques prêteuses baisse le coût du crédit ; l'information au marché sur la solvabilité de la société pallie un manque, lorsque les obligations et crédits bancaires sont peu négociables). Les travaux académiques recensés⁴⁰ ne concluent aujourd'hui à un impact significatif que pour certaines populations d'emprunteurs (de grande taille et/ou les moins risqués et/ou les plus transparents vis-à-vis du marché).

- les CDS sont de plus en plus utilisés comme référence pour déterminer le coût du crédit et comme référence dans les clauses de dédit (*covenants*)⁴¹. Cette relation entre CDS et marché du crédit peut être jugée normale, mais a clairement eu des effets pro-cycliques lors de la crise financière.

- la formation des prix – compte tenu de l'instabilité de la relation entre prix des CDS et de leurs sous-jacents – reste sujette à interrogation. Quoiqu'inabouties, les analyses académiques semblent montrer que la corrélation entre *spreads* de CDS et cours des actions sous-jacentes n'est significative – voire prédictive du cours des actions – que dans des périodes de stress ou d'environnement financier défavorable⁴². A l'inverse, les *spreads* des obligations d'Etat sont généralement du même ordre que la prime des CDS correspondants, du fait des possibilités d'arbitrage⁴³. Pourtant, comme l'a montré la crise grecque, des divergences importantes et des anomalies peuvent être observées à court terme.

Sur les marchés de gré-à-gré, les réformes, n'ont, à ce stade, que peu concerné les structures de négociation

Certaines réformes sont étendues à d'autres segments des marchés de dérivés de gré-à-gré. Seule une fraction des volumes de dérivés de taux d'intérêt étant "éligible" à la compensation, ces transactions ne représentent encore qu'une part très minoritaire du total négocié⁴⁴. Le développement de bases de données centralisées apparaît alors comme d'autant plus important ; elles devraient être mises en place pour les transactions sur dérivés de taux et pourraient l'être à partir de mi-2010 pour les dérivés d'actions⁴⁵.

⁴⁰ Voir notamment Ashcraft, Santos (2007), "Has the CDS market lowered the cost of corporate debt?", FRBNY; Hirtle (2007), "Credit Derivatives and Bank Credit Supply", FRBNY; Norden, Wagner (2008), "Credit derivatives and loan pricing"; Journal of Banking and Finance.

⁴¹ Voir Banque Centrale Européenne (2009), "CDS and counterparty risk"; août.

⁴² Acharya et Johnson (2007), "Insider trading in credit derivatives"; Journal of Financial Economics.

⁴³ Zhu (2004), "An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the CDS market," BIS Working Papers n°160; Blanco & al. (2005), "An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and CDS", Journal of Finance.

⁴⁴ Sur les CDS bien que 90% des contrats éligibles soient compensés, ces transactions ne représentent que 5% du total des volumes négociés.

⁴⁵ Voir, par exemple, le communiqué de presse de l'ISDA du 01/03/10 "ISDA Announces Further Industry Commitments to Increase Robustness of OTC Derivatives Markets".

La réflexion sur l'intérêt de développer la transparence pré-négociation et le cas échéant de nouvelles infrastructures de négociation pour les produits financiers négociés de gré-à-gré, se trouve posée avec une nouvelle acuité. Les questions dans ce sens des autorités réglementaires et du monde académique⁴⁶ ont d'ailleurs été réitérées dernièrement⁴⁷.

De fait, les efforts des marchés réglementés – aux Etats-Unis comme en Europe – pour développer la négociation sur leurs cotes obligataires, n'ont pas trouvé d'écho dans l'industrie de l'intermédiation, et ne se sont de ce fait pas traduits jusqu'à présent par une hausse significative des volumes traités. Associant les acteurs de l'intermédiation financière, le lancement, à Paris, d'une plateforme de négociation d'obligations d'entreprises libellées en euros pourrait cependant annoncer une évolution différente⁴⁸. En tout état de cause, l'heure paraît propice à s'interroger sur la nécessité pour le régulateur de favoriser la négociation en bourse des instruments financiers négociés de gré-à-gré. Des travaux sont d'ailleurs engagés par le CESR sur ce point.

3. Intermédiaires financiers : beaucoup de questions ouvertes et des conséquences encore incertaines pour la concurrence, les services aux clients et l'organisation des marchés

Les intermédiaires financiers, français et étrangers, font face à des évolutions profondes de leur environnement. A l'instar de celles que l'on vient de décrire, elles posent de multiples questions de positionnement concurrentiel.

La crise financière et les réformes qui en découlent changent la donne pour les intermédiaires

Première lame de fond, la crise financière a eu de nombreuses conséquences sur le paysage concurrentiel : disparition de plusieurs intervenants majeurs, rapprochement d'autres, repli de certains établissements sur leurs activités d'intermédiation bancaire traditionnelles et abandon de leur présence sur certaines activités de marché, participation de l'État au capital de plusieurs intermédiaires, restructurations importantes et réductions des équipes et des coûts. Pour certains intermédiaires, l'année 2009 a encore été l'occasion de *write downs* significatifs sur les actifs devenus toxiques avec la crise et le mouvement pourrait ne pas être terminé, continuant à affaiblir certains participants. Les intermédiaires financiers se sont distingués en 2009 par des performances très contrastées, les principaux acteurs de la banque d'investissement tirant profit du contexte favorable décrit précédemment, lié à l'afflux de liquidités, au rebond du prix des actifs à la réouverture des marchés primaires des obligations d'entreprise et au niveau élevé des

⁴⁶ Pour les premières, voir, par exemple, les communications de la Commission européenne du 03/07/09 et du 20/10/09 "Rendre les marchés de produits dérivés plus efficaces, plus sûrs et plus solides". Celle du 20/10/09 rappelle notamment qu'un des objectifs du G20 de 25/09/09 était : "All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through CCPs by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask (...) to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse". Pour les académiques, voir, par exemple, Acharya et Engle (2009); "Fixing the OTC Market : CCP and Transparency"; présenté à la conférence de la Commission européenne "Derivatives in crisis: Safeguarding Financial Stability" du 25/09/09.

⁴⁷ Par exemple par G. Gensler, Président de la CFTC américaine, intitulée dans sa présentation "OTC Derivatives Reform" à la conférence "Outlook for OTC Derivatives Business" organisée par Markit le 09/03/10.

⁴⁸ Cette plateforme doit être structurée autour d'un carnet d'ordres assurant une transparence post- mais aussi pré-négociation ainsi que d'une chambre de compensation centrale.

marges d'intermédiation ; ce contexte ne devrait pas se renouveler en 2010, même si les marchés actions pourraient prendre la relève.

Deuxième facteur clé de mutation de l'industrie, les réformes du cadre prudentiel, et, plus généralement, la pression maintenue sur la stratégie et la transparence des intermédiaires financiers, auront des impacts importants sur leurs marges de manœuvre, et éventuellement, leurs perspectives de croissance et de rentabilité. Le premier chantier majeur concerne la réforme du cadre de Bâle II, actuellement en discussion. L'objectif est de renforcer significativement le niveau et la qualité des fonds propres des banques et d'élargir la couverture du dispositif aux risques qui avaient été mal ou pas appréhendés dans le précédent régime (risque de contrepartie, expositions aux opérations de titrisation, et, globalement, renforcement des exigences en capital liées au risque de marché, etc.). Les autres changements introduits par Bâle III concernent notamment la mise en place d'un ratio de levier global et de deux ratios de liquidité (à un mois et à un an). Les arbitrages finaux qui seront rendus par le Comité de Bâle à l'été 2010 sont encore très incertains mais conduiront certainement les opérateurs à revoir leurs portefeuilles d'activités et de clients en fonction de la rentabilité et de la consommation en fonds propres. D'autres discussions auront aussi une influence sur les perspectives de l'industrie, telles que la création de taxes spécifiques au secteur financier ou à certaines de ses composantes (notamment les plus risquées), les discussions sur la place des activités pour compte propre et les relations avec les *hedge funds* et le *private equity*, ainsi que le contrôle des niveaux et des modes de rémunérations. Enfin, les préoccupations relatives aux entités *too-big-to-fail*, ainsi que leur supervision et des initiatives telles que la mise en place de « *living wills* », pourront également avoir des conséquences sur les stratégies et l'organisation des établissements.

Le deuxième grand chantier concerne les changements sur les marchés de gré à gré (marchés de dérivés mais aussi obligataires). La réforme voulue par le G20 passe d'abord par le renforcement de la robustesse des mécanismes de post-marché, et notamment, le recours à une chambre de compensation à chaque fois que cela est possible ; cette évolution, décrite précédemment, sera favorisée par le nouveau dispositif de Bâle III qui prévoit des exigences en capital renforcées pour les transactions non compensées. Elle s'inscrit aussi dans un cadre marqué par une volonté politique forte de transparence accrue sur ces marchés, dont l'étape immédiate est la mise en place des *trade repositories*. L'impact de ces évolutions sur la rentabilité des *dealers* n'est pas clair, et dépendra de l'ampleur des changements (notamment au niveau de la standardisation des produits et d'un éventuel passage vers les marchés réglementés), du retrait de certains opérateurs ou au contraire, de l'arrivée de nouveaux acteurs à même de profiter des transformations dans l'industrie, et notamment, de la réduction des risques et d'une électronique accrue, transformations qui pourraient aussi bénéficier aux *inter-dealer brokers*. Enfin, des changements pourraient avoir lieu sur d'autres marchés, notamment sur ceux de matières premières (cf. les initiatives de la CFTC et les réflexions au niveau européen), tandis que les régulateurs sont impliqués dans l'organisation et le contrôle de marchés plus récents comme les quotas de CO2.

Quel niveau de concentration ? Des questions pour la stabilité financière et pour les coûts supportés par les clients

Avec la disparition ou le repli de certains acteurs des marchés, une des conséquences de la crise financière a été de renforcer la concentration de la structure d'intermédiation déjà élevée sur les marchés de gros. Sur la négociation d'actions, on a décrit plus haut les effets de la complexification des marchés et des évolutions des stratégies de négociation sur la concentration. La sortie d'ICAP en mars 2010 du courtage actions illustre les barrières à l'entrée sur ces activités. Sur les marchés dérivés de gré à gré, le rôle des principaux *dealers* varie selon les produits traités, et, comme on l'a vu, a crû sur certains segments de marché comme celui des CDS⁴⁹. Sur des activités de *prime brokerage*, la crise a, dans une certaine mesure, réduit la

⁴⁹ Selon les données déjà citées par la BCE, cinq banques concentrent le marché mondial des CDS (JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Barclays Group) et les dix principaux *dealers* sont contreparties dans 72% des transactions.

prédominance des deux principaux acteurs, Goldman Sachs et Morgan Stanley (qui concentraient il y a encore quelques années les deux tiers du marché), notamment au profit de banques européennes, les clients cherchant à diversifier leurs prestataires et les banques étant devenues plus exigeantes vis-à-vis de leurs clients ; on assiste ainsi sans doute à une différenciation accrue du type de services offerts par les différents *prime brokers*, dans un marché dont la taille s'est globalement réduite.

Les problématiques de concurrence sont aujourd'hui abordées sous deux angles : d'une part, le lien entre la concurrence et le niveau de rentabilité dans l'industrie et les coûts payés par les clients, et, d'autre part, dans le contexte post-crise, le lien entre le degré de concentration et les risques pour la stabilité financière, et notamment, les discussions autour des *Systemically Important Financial Institutions* (SIFIs). La première question a été soulevée au Royaume-Uni⁵⁰, tandis que la seconde fait l'objet de nombreuses réflexions du Conseil pour la Stabilité Financière et dans la plupart des pays. En France, le Ministre de l'Economie a confié une mission à Jean-François Lepetit sur ces questions⁵¹. L'impact potentiel des réformes en cours sur la concurrence, et notamment, l'introduction du nouveau dispositif de Bâle, doit aussi être pris en compte et rend l'analyse plus difficile.

Quels risques pour les services aux clients et l'organisation des marchés ?

Beaucoup de questions, tant sur la forme finale des réformes réglementaires et leur calendrier de mise en œuvre, que sur les décisions stratégiques qui en découleront pour les acteurs, restent aujourd'hui ouvertes. On ne peut donc que proposer un certain nombre de pistes de réflexion sur les impacts possibles pour les clients et l'organisation des marchés, en particulier : augmentation possible des coûts supportés par les clients face au renchérissement des fonds propres des intermédiaires, éventuel repli des intermédiaires sur les activités trop consommatrices de fonds propres au profit d'activités dites de « *flow trading* »⁵² qui rentabilisent le capital grâce à des infrastructures le faisant "tourner" rapidement, réduction possible de la liquidité de certains segments de marché en fonction du capital disponible mobilisé par les *market-makers*, distorsions possibles entre différents segments de marché (notamment selon l'éligibilité des titres, par exemple aux ratios de liquidité définis par Bâle III), différenciation accrue entre clients des grandes banques avec un accès plus difficile à certains services pour les clients plus petits ou moins rentables, déplacements d'activités vers des secteurs échappant à la régulation, etc.

⁵⁰ "Funds chief demands OFT probe into investment banks", Financial News, mars 2010.

⁵¹ Mission sur la régulation des acteurs systémiques et de la concurrence dans le secteur financier. Le rapport doit être rendu fin mai.

⁵² Cf. par exemple, Morgan Stanley et Oliver Wyman, "Banks' Outlook for Global Wholesale and Investment Banking", mars 2010. Le « *flow business* » se caractérise par des engagements en capital relativement limités.

Organisation des marchés et intermédiaires : synthèse

Les marchés secondaires d'instruments financiers sont soumis à des évolutions structurelles majeures qui résultent des innovations technologiques et financières, de l'intégration croissante des marchés et des réformes annoncées suite à la crise financière. Sur les marchés actions, ces évolutions se traduisent par le développement de techniques d'arbitrage et de routage d'ordres sur des marchés fragmentés et par l'émergence de nouvelles offres destinées aux *traders* algorithmiques et haute fréquence (réduction des temps de latence, des pas de cotation, structures tarifaires asymétriques, etc.) et aux intervenants désireux de traiter dans une plus grande opacité (nouveaux types d'ordres, *dark pools*, etc.). Il en découle que pour intervenir sur ces marchés de plus en plus complexes, il est nécessaire de disposer de moyens et d'infrastructures beaucoup plus substantiels que par le passé ou de recourir aux quelques intermédiaires susceptibles d'en disposer.

Sur les marchés dérivés de gré à gré, les efforts, initiés par l'industrie, mais qui seront complétés par une action législative, portent sur la réduction des risques et la mise en place de *reporting*, à travers notamment la standardisation des procédures, l'automatisation des traitements, la standardisation de certains produits, et la création de chambres de compensation et de *trade repositories*. Ces réformes concernent d'abord le marché des CDS, et devront progressivement être étendues aux dérivés de taux et d'actions. L'industrie n'est donc qu'au début d'un chantier de longue haleine, dont les bénéfices, notamment pour la stabilité financière, sont encore loin d'être complètement réalisés. Les évolutions sur ces marchés se couplent par ailleurs avec la réforme profonde du cadre prudentiel des banques, dont certains aspects visent aussi à renforcer la sécurité des marchés de gré à gré. Ce nouveau cadre prudentiel aura aussi à terme des conséquences sur les stratégies des banques et leur implication dans les différentes activités de marché.

Plusieurs risques émergent de ces évolutions :

Sur les marchés actions, le développement du **trading haute fréquence** (HFT) et la **complexité croissante des structures de marché** (fragmentation des marchés, *dark pools*) peuvent conduire à des risques pour :

- l'**efficacité du processus de formation des prix** et plus particulièrement des prix publics, dans un contexte d'opacité croissante (impact des dérogations au régime de transparence, qualité des données pré- et post-négociation), là où les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociations ont aussi un rôle d'information sur la valeur des actifs ;
- l'**égalité d'accès** (et de coût d'accès) à la liquidité des différentes catégories d'intervenants ; en particulier, le caractère plus difficilement accessible et interprétable de l'information pertinente peut altérer la mise en œuvre des principes de « best execution » de la MIF et la transparence pré-négociation qu'elle requiert ;
- la **sécurité du marché** si les intervenants ont une maîtrise insuffisante des techniques automatisées de négociation ;
- l'**intégrité du marché** dès lors que les stratégies de trading sont détournées de leur objectif initial pour être utilisées à des fins de manipulation de marché.

A en juger par l'évolution de la structure des marchés actions américains, les transformations des marchés européens semblent vouées à se poursuivre et s'accélérer avec les risques qui lui sont inhérents. A l'inverse, des travaux réglementaires initiés de part et d'autre de l'Atlantique pourraient limiter les effets potentiellement indésirables de ces changements.

Sur les marchés de gré à gré, la mise en œuvre pratique des orientations réglementaires nécessite dans l'immédiat une vigilance particulière vis-à-vis de la **gouvernance des nouvelles infrastructures de marché** (chambres de compensation et *trade repositories*), leur **supervision** et le cas échéant l'organisation de la concurrence. Ces infrastructures sont par nature systémiques ; dans un contexte encore très peu harmonisé, un des principaux enjeux portera sur le niveau des exigences imposées à ces nouvelles entités et la prévention de toute forme de concurrence réglementaire.

Enfin, les réformes prudentielles en cours vont renforcer la solidité des établissements financiers et des marchés et remédier à certains dysfonctionnements apparus à la lumière de la crise. Des risques nouveaux pourraient cependant émerger à moyen terme, liés à de possibles **transferts de risques** en dehors de la sphère financière régulée et à l'impact éventuel des mesures sur les marchés et les intermédiaires, en particulier à travers une réduction possible des activités de marché les plus consommatrices en capital.

III – L'épargne des ménages

1. Les ménages se détournent des dépôts bancaires et se dirigent de nouveau vers l'assurance vie

L'année 2009 a été marquée par le rebond des placements en assurance vie, tandis que les dépôts bancaires ont enregistré un tassement sensible⁵³

En 2009, les flux de placements financiers des ménages français ont atteint 106 milliards d'euros⁵⁴ (à l'exclusion des actions non cotées), en hausse par rapport à l'année précédente (97 milliards d'euros). Comme en 2008, les multiples incertitudes autour de l'environnement financier, des perspectives économiques, ainsi que les fortes fluctuations des prix d'actifs sur les marchés ont encouragé les ménages à se tourner vers des produits d'épargne peu risqués.

Dans un contexte caractérisé par une baisse sensible des taux d'intérêt à court terme, les flux à destination des dépôts bancaires totalisent seulement 27,2 % de l'ensemble des placements effectués par les ménages à fin septembre 2009 (au lieu de 51% en 2008), soit un montant de 29 milliards d'euros, après 50 milliards à fin 2008. Néanmoins, on observe des disparités importantes entre les différentes catégories de dépôts. Alors qu'ils avaient bénéficié de taux de rémunération élevés en 2008, les comptes sur livret sont devenus par la suite moins attractifs du fait de la baisse des taux d'intérêt à court terme, captant ainsi « seulement » 32,2 milliards d'euros, après 43,4 milliards en décembre 2008. Pour les mêmes raisons, les ménages ont procédé à d'importants retraits des dépôts à terme de maturité inférieure ou égale à deux ans, pour un montant global de 33,2 milliards d'euros. Inversement, la décollecte massive observée sur les plans d'épargne logement (PEL) depuis plusieurs années s'est sensiblement atténuée en 2009, la décollecte s'établissant à – 4,4 milliards d'euros, contre – 21,7 milliards fin 2008.

De son côté, après une année 2008 en demi-teinte, l'assurance vie a retrouvé un attrait certain auprès des ménages. Elle a attiré quelque 80 milliards d'euros, un montant nettement supérieur à celui observé en décembre 2008 (66 milliards d'euros), soit 75,1 % du total des flux de placements des ménages. Ce regain d'intérêt résulte surtout du rebond de la collecte de contrats libellés en euros, tandis que les flux de placements à destination des supports en unités de compte sont redevenus très légèrement positifs, à la faveur de l'embellie observée sur les marchés d'actions (cf. ci-après).

L'attitude des ménages face à la gestion collective a quelque peu évolué en 2009 par rapport à l'année précédente, même si, comme en 2008, au niveau global, les rachats de parts d'OPCVM ont massivement excédé les souscriptions, pour un montant net total de – 16,6 milliards d'euros. Pour autant, la ventilation de la collecte en fonction des différentes catégories d'OPCVM apparaît quant à elle sensiblement différente de ce qui avait été observé en 2008. L'année dernière, la décollecte globale était due aux rachats opérés par les ménages sur les fonds d'investissement de long terme (actions, obligations, diversifiés, alternatifs, garantis, fonds à formules et autres fonds), tandis que les OPCVM monétaires avait suscité l'intérêt des ménages en raison du niveau encore élevé des taux d'intérêt de court terme. La situation s'est inversée en 2009, le rendement des titres d'OPCVM monétaires s'étant amenuisé à mesure que la Banque centrale européenne (BCE) réduisait ses taux directeurs, tandis que la performance des OPCVM de long terme se redressait du fait de l'amélioration de la situation sur les marchés boursiers. Ainsi, pour ce qui concerne les OPCVM actions, les souscriptions effectuées par les ménages ont légèrement excédé leurs rachats, pour un montant de 2,3 milliards d'euros à fin septembre 2009, après une décollecte nette de – 3,9 milliards d'euros

⁵³ Les statistiques calculées n'incluent pas les chiffres relatifs au dernier trimestre 2009, ces derniers n'étant pas disponibles au moment de la rédaction du document.

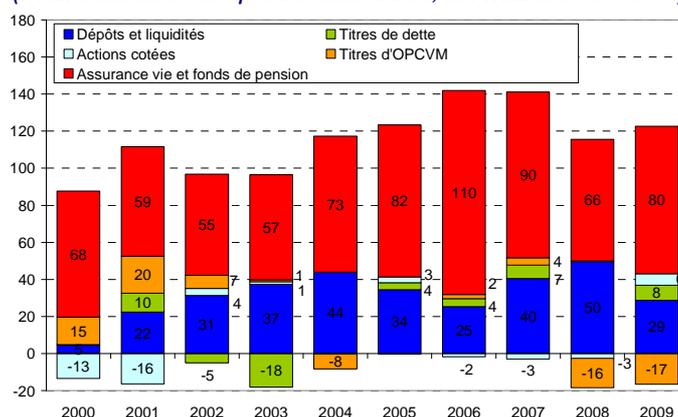
⁵⁴ Les flux de placements mentionnés sont calculés sur quatre trimestres glissants.

à fin décembre 2008. Les OPCVM obligataires et « autres » (incluant notamment les FCPE) ont quant à eux fait l'objet de rachats nets de moindre importance que l'année passée, tandis la décollecte sur les fonds à formule, garantis, diversifiés et alternatifs s'est intensifiée.

Enfin, les flux de placements des ménages à destination des titres de créance (opérés de façon directe) ont sensiblement augmenté en 2009, atteignant près de 8,1 milliards d'euros, au lieu de 0,3 milliards en 2008. Cette poussée significative reflète le dynamisme des émissions intervenues sur le marché obligataire en 2009, avec en particulier un nombre important d'opérations accessibles aux investisseurs individuels. Le succès auprès des ménages de l'emprunt obligataire lancé par EDF au printemps illustre cette tendance, mais il n'est pas un cas isolé : les groupes Crédit Agricole SA, BPCE, les entreprises Prodware et Radian sont quelques unes des entités ayant eu recours à des financements similaires. Au total, le montant des emprunts obligataires émis et accessibles aux particuliers a atteint près de 10,8 milliards d'euros en 2009⁵⁵, tandis que le total des émissions obligataires de type placement privé s'est élevé à 43,2 milliards d'euros.

Les actions cotées détenues de façon directe ont-elles aussi fait l'objet d'acquisitions nettes, pour un montant de 6,2 milliards d'euros.

Graphique 1 : Placements financiers des ménages en France
(Flux cumulés sur quatre trimestres, en milliards d'euros)

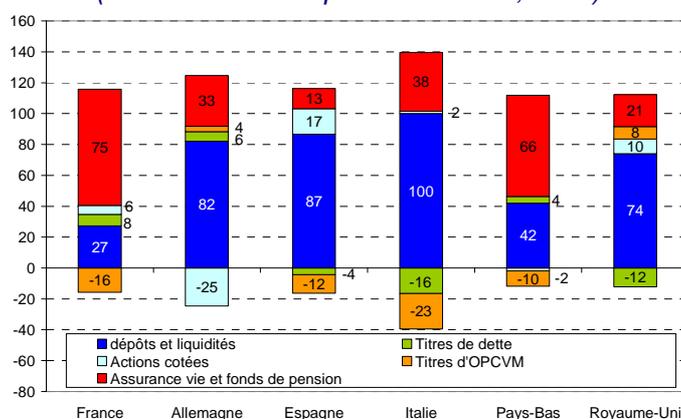


Source : Banque de France – Calculs : AMF

En comparant les flux de placements des ménages français à ceux prévalant dans les principaux pays européens, on remarque de façon surprenante qu'à l'exception des Pays-Bas (exception qu'il convient de nuancer du fait du décalage dans le temps dont font l'objet les statistiques de comptes financiers pour ce pays par rapport aux autres), la France est le pays où les ménages se sont le moins orientés vers les dépôts bancaires en 2009. Les ménages allemands, espagnols et surtout italiens ont consacré l'essentiel de leurs flux d'épargne à ce type de produits, pour des montants atteignant respectivement 117,2 milliards d'euros, 38,1 milliards et 41,4 milliards d'euros. Un comportement similaire a été également observé chez les ménages britanniques, qui se sont massivement orientés vers les produits d'épargne bancaire, avec un flux de près de 35 milliards d'euros à fin 2009, soit un montant plus de trois fois supérieur à celui destiné aux placements en assurance vie et fonds de pension (9,8 milliards d'euros).

⁵⁵ Deux opérations d'emprunts (non comptabilisées dans le total mentionné s'agissant des emprunts obligataires accessibles aux particuliers) ont par ailleurs été émises en tant que supports à des contrats d'assurance vie en unités de compte, pour un montant global de 2,7 milliards d'euros.

Graphique 2 : Structure des flux de placements financiers annuels des ménages dans les principaux pays européens à fin septembre 2009 (*)
(Flux cumulés sur quatre trimestres, en %)



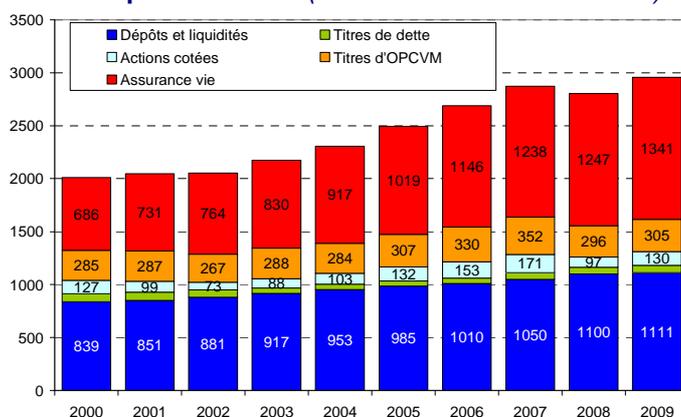
Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas
(*) Chiffres à fin décembre 2008 pour les Pays-Bas

En France, les encours demeurent très concentrés en contrats d'assurance vie et en produits d'épargne bancaire.

A fin septembre 2009, le stock global des placements financiers détenus par les ménages (hors actions non cotées) a atteint 2958 milliards d'euros, contre 2804 milliards à fin décembre 2008, soit une hausse de 5,5 %, résultant à hauteur de 70 % d'une amélioration de la collecte, le résidu étant lié à un effet prix positif reflétant, entre autres, l'amélioration des performances boursières. Le poids des dépôts bancaires et celui des contrats d'assurance-vie ont atteint respectivement 37,6 % et 45,3 % de l'encours total des placements financiers.

Les ménages consacrent par ailleurs quelque 10 % de leur patrimoine aux placements en titres d'OPCVM (hors détention à travers les unités de compte des contrats d'assurance vie), une proportion qui diminue de façon continue depuis 2000. Enfin, le poids des actions cotées a atteint 4,4 %, en hausse par rapport à l'année précédente, tandis que celui des titres de créance s'est établi à 2,4 %.

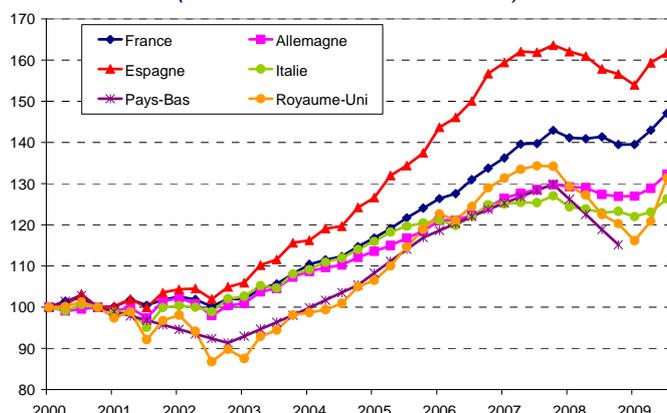
Graphique 3 : Patrimoine financier des ménages français à fin septembre 2009 (Encours en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Au total, le patrimoine financier des ménages français a progressé de 47 % depuis 2000. Au plan européen, il s'agit de la croissance la plus forte derrière celle de l'Espagne (+ 62 %).

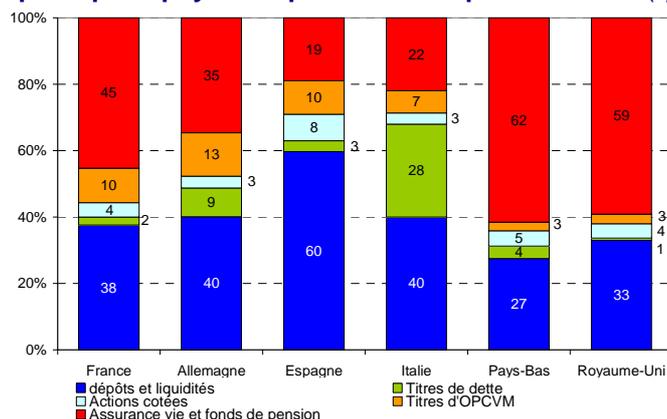
Graphique 4 : Evolution du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens entre décembre 2000 et septembre 2009 (*) (décembre 2000 = base 100)



Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas
 (*) Chiffres à fin décembre 2008 pour les Pays-Bas

La comparaison par pays de la structure du patrimoine financier des ménages montre que la traditionnelle opposition entre, d'une part, l'Espagne et l'Italie, et, d'autre part, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, demeure inchangée. Le premier groupe de pays est toujours caractérisé par une part importante du patrimoine financier des ménages consacrée aux dépôts bancaires, reflétant ainsi le rôle encore essentiel de l'intermédiation bancaire traditionnelle. A l'opposé, le patrimoine financier des ménages néerlandais et britanniques est principalement constitué de produits d'assurance vie et de placements transitant par les fonds de pension, conséquence de l'existence d'un régime de retraite par capitalisation. La France et l'Allemagne se situent à mi-chemin entre ces deux catégories de pays, le patrimoine financier des ménages français et allemands combinant simultanément une proportion importante de produits d'épargne bancaire et de contrats d'assurance vie.

Graphique 5 : Structure du patrimoine financier des ménages dans les principaux pays européens à fin septembre 2009 (*) (en %)



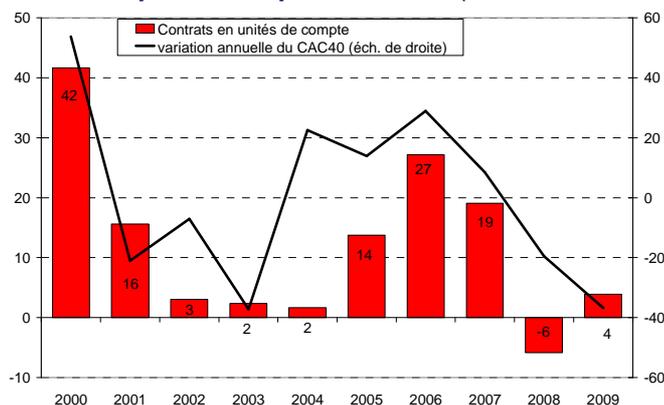
Source : Banques centrales nationales et OCDE pour les Pays-Bas
 (*) Chiffres à fin décembre 2008 pour les Pays-Bas.

2. Le poids de la gestion collective s'est redressé en 2009, principalement sous l'effet de la revalorisation des prix d'actifs

Les contrats d'assurance vie en unités de compte enregistrent un timide regain d'intérêt

Après l'infléchissement marqué de leurs flux de placements à destination des supports en unités de compte observé en 2008 (- 5,8 milliards d'euros) du fait des turbulences boursières, les ménages ont manifesté en 2009 un timide regain d'intérêt pour ce type de placement, en leur consacrant quelque 4 milliards d'euros, à la faveur de la lente amélioration observée sur les marchés d'actions. Les souscriptions nettes de contrats en euros se sont quant à elles inscrites en hausse par rapport à l'année précédente (75,6 milliards d'euros après 73,6 milliards). En l'absence de hausse des taux d'intérêt à long terme, ce mouvement est attribuable à la pentification de la courbe des taux consécutive à l'abaissement des taux d'intérêt à court terme. Elle doit s'interpréter comme un réaménagement du portefeuille d'actifs sans risque au détriment des actifs liquides de court terme.

Graphique 6 : Flux de placements annuels sur les contrats en unités de compte à fin septembre 2009 (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, FFSA et Datastream

Graphique 7 : Flux de placements annuels sur les contrats en euros à fin septembre 2009 (en milliards d'euros)

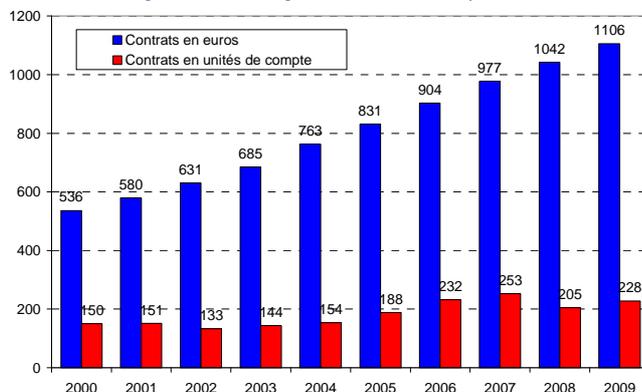


Source : Banque de France, FFSA et Datastream

Dans ce contexte, la hausse des encours de contrats en unités de compte à fin septembre 2009 (228 milliards d'euros, contre 205 milliards l'année précédente) reflète pour l'essentiel la revalorisation du prix des actions, les souscriptions opérées par les ménages n'ayant exercé qu'un effet marginal. A l'inverse, l'encours des contrats en euros s'est encore inscrit en hausse,

comme chaque année depuis le début de la décennie, atteignant ainsi 1106 milliards d'euros à fin septembre 2009.

Graphique 8 : Encours respectifs des contrats en euros et en unités de compte à fin septembre 2009 (en milliards d'euros)



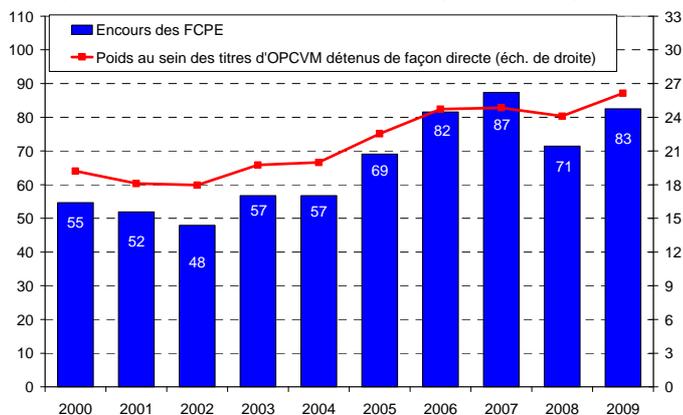
Sources : Banque de France et FFSA

Mesurée en encours, l'épargne salariale s'est redressée en 2009⁵⁶, demeurant cependant marginale au sein du patrimoine financier des ménages

Après une année 2008 particulièrement mauvaise, l'encours d'épargne salariale détenue par les ménages s'est redressé en 2009, s'établissant à 82,6 milliards d'euros, après 71,4 milliards à la fin de l'année précédente. La collecte nette a enregistré un rebond par rapport à 2008, les versements bruts s'élevant à 17,6 milliards d'euros après 14,5 milliards, et les rachats revenant à 10,8 milliards contre 12,4 milliards l'année précédente.

Même si le poids des FCPE au sein de l'encours des titres d'OPCVM détenus par les ménages en direct augmente de façon continue depuis le début des années 2000, il n'en demeure pas moins que ce type d'instrument conserve une place marginale dans leur patrimoine financier global, leur proportion moyenne sur cette période ne parvenant pas à dépasser 3 %.

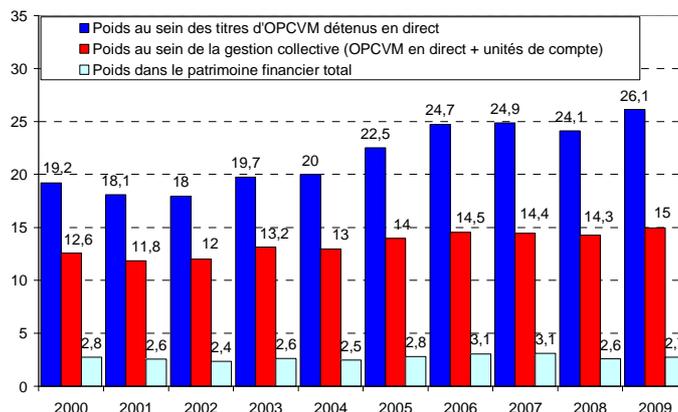
Graphique 9 : Encours de FCPE et poids dans le patrimoine financier total et au sein des parts d'OPCVM détenues de façon directe (Encours en milliards d'euros et poids en %)



Source : AMF et Banque de France

⁵⁶ Contrairement aux autres statistiques relatives aux placements des ménages, il s'agit des chiffres à fin décembre 2009.

Graphique 10 : Poids des FCPE (en %)

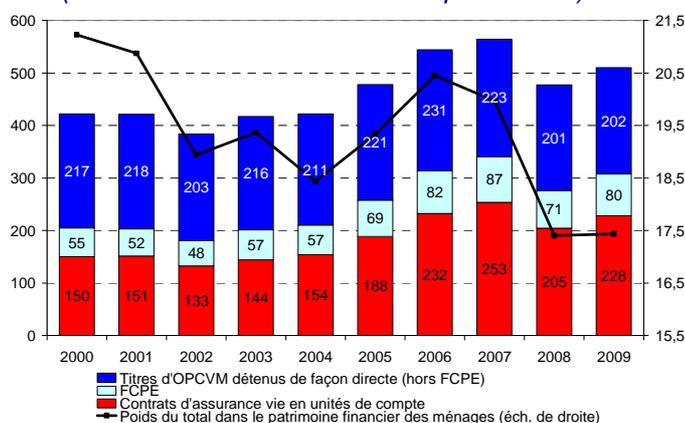


Source : AMF et Banque de France

Le poids de la détention directe et indirecte de titres d'OPCVM est stable en 2009

Après avoir fortement chuté en 2008 du fait de la crise financière, la part de la détention directe et indirecte de titres d'OPCVM est restée stable en 2009, s'établissant comme en 2008 à 17,4 % du patrimoine financier global des ménages. La hausse des encours de contrats d'assurance vie libellés en unités de compte et de FCPE n'a pas été suffisante pour permettre au poids global de la gestion collective au sein du total des actifs financiers détenus par les ménages de s'inscrire en hausse.

Graphique 11 : Encours des placements financiers relevant de la gestion collective (OPCVM) et poids dans le patrimoine financier des ménages (Encours en milliards d'euros et poids en %)



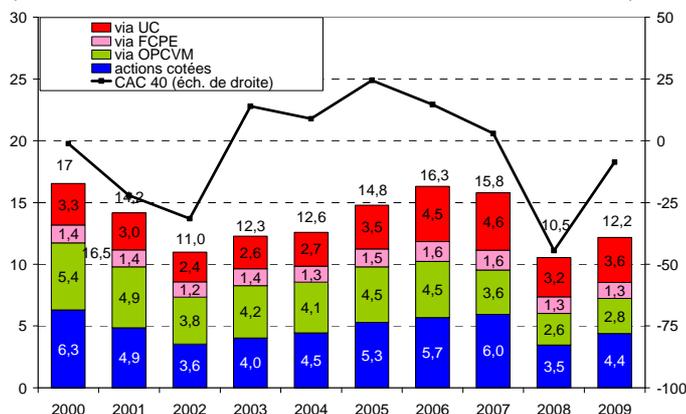
Sources : AMF et Banque de France

3. La détention globale d'actions augmente faiblement en 2009, après la baisse sensible observée en 2008

Alors qu'en 2008 la chute des cours boursiers avait découragé les placements à fort contenu en actions, tout en laminant la valorisation des actifs existants dans le portefeuille des ménages, expliquant ainsi largement la baisse du poids de ce type d'instrument dans le total des actifs financiers détenus par les ménages, en 2009 la situation s'est légèrement améliorée, puisque la part du patrimoine financier des ménages consacrée aux placements en actions (détenues de façon directe ou indirecte à travers les OPCVM, les FCPE ou les supports en unités de compte des contrats d'assurance vie) a atteint 12,2 %, après 10,5 % en 2008. Cette hausse résulte de

la revalorisation du prix des actions, qui a bénéficié aux produits déjà présents dans les portefeuilles des ménages, ainsi que, dans une moindre mesure, de leur relatif regain d'intérêt pour les instruments à fort contenu en actions.

Graphique 12 : Part des actions détenues de façon directe et indirecte dans le patrimoine financier des ménages français, ventilée par type de support (*)
(Poids et variation annuelle de l'indice CAC 40 en %)



Sources : AMF et Banque de France

(*) Le chiffre au-dessus de chaque barre représente le poids total des actions, tous supports confondus.

Au total, le stock d'actions détenues par les ménages via l'ensemble des canaux d'investissement s'est établi à 359,8 milliards d'euros à fin septembre 2009, après 295,6 milliards en décembre 2008, et peut être décomposé comme suit :

- 107,8 milliards d'euros détenus au travers des contrats d'assurance vie libellés en unités de compte ;
- 84,1 milliards d'euros via les parts d'OPCVM détenues de façon directe ;
- 38,3 milliards détenus par le canal des FCPE ;
- 129,6 milliards sous forme d'actions cotées détenues de façon directe.

4. L'exposition des ménages au risque en capital a très faiblement augmenté en 2009

En décomposant la chaîne d'intermédiation au travers de laquelle les actifs financiers sont détenus par les ménages (par exemple, un placement en assurance vie investi en parts d'OPCVM), on peut estimer le degré d'exposition au risque du patrimoine financier des ménages en établissant un classement desdits actifs selon le niveau de risque. Le tableau 1 ci-après présente la composition des quatre classes de risque définies ainsi que le poids de chacune d'entre elles.

D'un point de vue structurel, les résultats obtenus à moyen terme montrent que l'exposition du patrimoine financier des ménages au risque en capital décroît de façon continue depuis 2000, avec pour corollaire un accroissement tendanciel du poids des actifs peu risqués et/ou liquides. L'année 2008 constitue le point d'orgue de ce phénomène, la crise financière et la dégradation de l'environnement économique n'ayant fait qu'accentuer cette préférence pour l'épargne de précaution.

A contrario, on observe à plus court terme un timide rebond des actifs financiers inclus dans les catégories 2, 3 et 4, c'est-à-dire ceux présentant un risque en capital plus ou moins important.

Les actifs de risque 2 représentent ainsi 6,5 % du patrimoine financier des ménages, ceux de risque 3, 7,4 %, et ceux inclus dans la classe de risque n°4 s'établissent à 5,8 %.

Tableau 1 : Définition des classes de risque et poids de chacune d'entre elles dans le patrimoine financier des ménages (poids en % et écarts en points)

Degré de risque	Composition	2000	2005	2008	2009	Ecart 2009/2000
Actifs de risque 1	Dépôts et liquidités, OPCVM monétaires (*), TCN détenus directement, contrats d'assurance vie en euros	73,2	77,5	82,1	80,3	7,1
Actifs de risque 2	Obligations détenues directement, OPCVM obligataires (*), garantis et à formule (*)	8,3	6,7	6,0	6,5	-1,8
Actifs de risque 3	OPCVM actions, diversifiés et alternatifs (*)	10,8	9,0	7,0	7,4	-3,4
Actifs de risque 4	Actions cotées (**)	7,7	6,7	4,9	5,8	-1,9

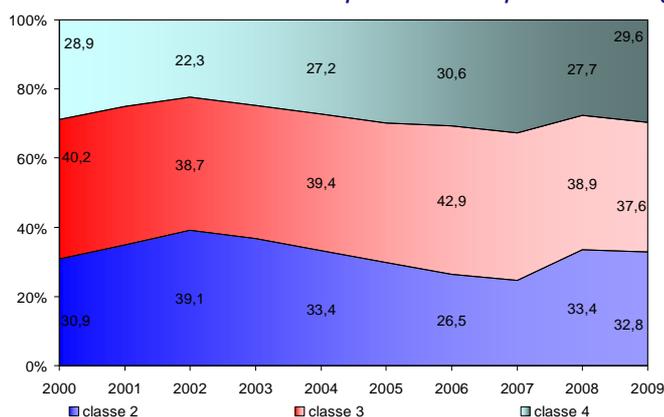
(*) via l'ensemble des canaux de distribution

(**) y compris celles détenues en direct dans le cadre de l'épargne salariale

Sources : AFG, AMF, Banque de France – calculs : AMF

Si l'on restreint l'analyse aux seuls placements risqués détenus par les ménages (c'est-à-dire ceux inclus dans les classes de risque 2, 3 et 4), on note que les actifs présentant le plus grand risque en capital, i.e. les actions cotées détenues en direct (y compris via l'épargne salariale), ont vu leur poids s'accroître en 2009, atteignant 29,6 % du total des placements risqués, contre 27,7 % en 2008. A l'inverse, le poids des actifs de risque 2 et 3 a légèrement diminué, respectivement de 0,6 et 1,3 point. Sur longue période, ce sont les placements de type obligataires (risque 2) qui ont vu leur part augmenter le plus au sein des placements risqués détenus par les ménages, passant de 30,9 % en 2000 à 32,8 % en 2009.

Graphique 13 : Evolution du poids des actifs risqués depuis 2000
(En % de l'encours total des actifs risqués détenus par les ménages)



Sources : AFG, AMF, Banque de France – calculs : AMF

Epargne des ménages : synthèse

Alors qu'en 2008 le comportement de placements des ménages avait été significativement affecté par la crise financière, la montée des incertitudes et la dégradation de l'environnement macro-économique, 2009 apparaît davantage comme une année de transition. En France, comme dans les autres pays européens, les placements financiers demeurent orientés en priorité vers les actifs peu risqués, mais avec des arbitrages massifs au profit des contrats d'assurance vie en euros et au détriment des produits d'épargne liquides, pénalisés par la faiblesse des taux d'intérêt de court terme. Les obligations en détention directe ont également bénéficié de flux assez significatifs, de 7,5 milliards d'euros, tirées par l'émission d'un grand émetteur.

Dans ce panorama d'ensemble, qui témoigne d'une aversion au risque encore forte des ménages, on remarque néanmoins une certaine volonté de se repositionner sur les marchés d'actions et, le cas échéant, de profiter de la remontée des performances boursières. Alors qu'en 2008 les ménages s'étaient massivement détournés des produits à fort contenu en actions, en particulier les contrats d'assurance vie en unités de compte, les titres d'OPCVM actions et les actions cotées détenues en direct, en 2009 leurs flux de placements à destination de ces produits redeviennent faiblement positifs. A fin 2009, le patrimoine financier des ménages demeure cependant majoritairement composé d'actifs très faiblement risqués (80% à fin septembre 2009), dont la moitié environ est de surcroît très liquide, du fait notamment du cadre fiscal privilégié des produits d'épargne réglementée. Le poids des actions, en détention directe et indirecte, est estimé à un peu plus de 12% du patrimoine financier.

Les comportements récents des ménages et les évolutions en cours et à venir au niveau des intermédiaires financiers conduisent à identifier un certain nombre de risques.

Le premier porte sur l'**allocation des portefeuilles** et la **rémunération de l'épargne**. Les structures de portefeuille, encore très sécuritaires, se traduisent par un excès de liquidités et corrélativement par une insuffisance d'épargne longue investie en actions, notamment dans la perspective du financement des retraites. Les conséquences négatives de ces choix d'allocation des ménages sur la rémunération globale des patrimoines financiers sont exacerbées à court terme par la faiblesse des taux d'intérêt, qui abaisse significativement la rémunération des actifs sans risque.

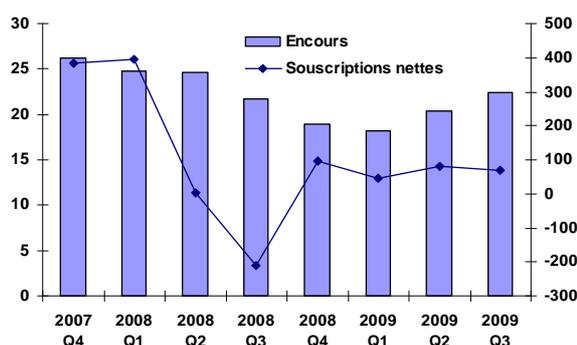
Par ailleurs, le renforcement des exigences en capital et de liquidité qui va être imposé aux banques et aux compagnies d'assurance à travers les réformes prudentielles va affecter sensiblement l'activité de ces acteurs et leur capacité de transformation financière. Même s'il est à ce stade difficile d'anticiper les effets précis pour les épargnants de ces changements, on peut évoquer à moyen terme des risques potentiels sur les **coûts d'intermédiation financière** à la charge des détenteurs de produits d'épargne. L'intensité de ce risque est cependant difficile à évaluer : la volonté des banques de préserver leur rentabilité peut entraîner une augmentation du niveau des frais et des marges d'intermédiation financière, mais ce mouvement est susceptible d'être contrebalancé en partie par la concurrence pour capter les dépôts, qui peut tirer vers le haut la rémunération servie aux épargnants.

IV – La gestion collective

1. L'année 2009 se traduit par une reprise pour la gestion collective

Après une année 2008 très difficile, marquée par un recul des encours gérés et une forte décollecte, l'industrie mondiale de la gestion collective est entrée en phase de reprise, enregistrant une forte progression des encours sous gestion. A la fin du mois de septembre 2009, les encours gérés au plan mondial avaient ainsi progressé de 18,3% par rapport à la fin 2008, pour atteindre 22,4 trillions de dollars (graphique 1). Ce redressement des encours résulte de la revalorisation des prix d'actifs sur les marchés et de la captation de flux de placement nouveaux. Ce dernier effet a cependant été très minoritaire, puisque de fortes réallocations se sont opérées entre OPCVM de long terme et OPCVM monétaires, conduisant *in fine* sur l'ensemble des trois premiers trimestres 2009 à un flux net global de collecte à peine supérieur à celui constaté en 2008 (200 milliards de dollars contre 185 milliards).

Graphique 1 : Marché des OPCVM au plan mondial
(encours en trillions de dollars et souscriptions nettes en milliards de dollars)

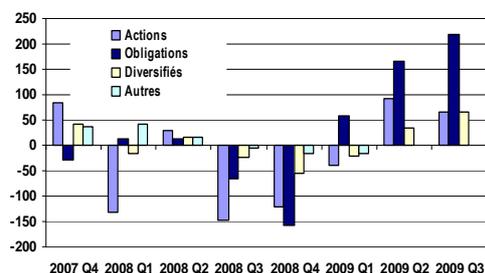


Source : ICI

En lien avec la reprise des marchés et le recul de l'aversion au risque, les OPCVM de long terme ont attiré de nouveau les flux d'épargne des investisseurs (graphique 2). Ce mouvement, qui ne concernait que les fonds obligataires au début de l'année 2009, s'est étendu aux fonds actions et diversifiés à partir du deuxième trimestre. En Europe, ce mouvement a été assez marqué puisque les fonds de long terme dans leur ensemble ont collecté 183 milliards d'euros en 2009, à comparer à une décollecte de 405 milliards d'euros en 2008. La demande de parts d'OPCVM de long terme s'interprète comme un réaménagement des portefeuilles défavorables aux actifs liquides et de court terme. La réduction des taux d'intérêt à court terme de part et d'autre de l'Atlantique a réduit la rémunération des actifs monétaires et rendu peu attractifs les fonds monétaires, suscitant un large mouvement de décollecte de la part des investisseurs institutionnels et particuliers (graphique 3)⁵⁷. Ce mouvement a été partout de grande ampleur. En Europe, où le maintien jusqu'à une période assez récente de taux d'intérêt assez élevés par la Banque centrale européenne avait entretenu une très forte collecte, les sorties nettes se sont montées à 43,2 milliards d'euros.

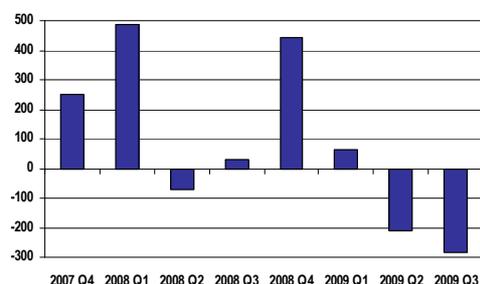
⁵⁷ Certains OPCVM monétaires ont vu leur valeur liquidative baisser, le rendement des actifs en portefeuille étant insuffisant pour couvrir les frais de gestion.

Graphique 2 : Souscriptions nettes de parts d'OPCVM de long terme au plan mondial (en milliards de dollars)



Source : ICI

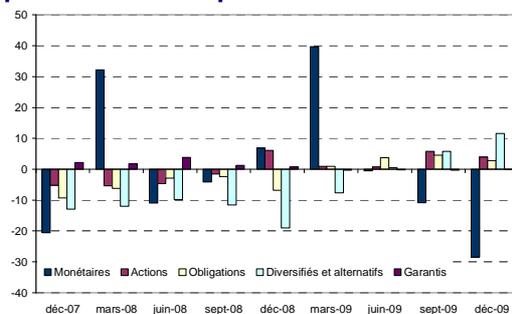
Graphique 3 : Souscriptions nettes de parts d'OPCVM monétaires au plan mondial (en milliards de dollars)



Source : ICI

L'industrie française de la gestion collective a obéi à ce scénario d'ensemble (graphique 4). Les souscriptions nettes de parts d'OPCVM de long terme se sont élevées à 30,9 milliards d'euros en 2009, réparties à parts à peu près égales entre les fonds actions, les fonds obligataires et les fonds diversifiés. *A contrario*, la collecte nette des OPCVM monétaires a été quasiment nulle, les fortes souscriptions enregistrées en début d'année ayant été compensées par la suite par des sorties d'un montant équivalent. Pour une part importante, ces sorties semblent avoir été imputables aux ménages, dont les arbitrages entre les supports à court et long terme sont traditionnellement plus importants que pour les entreprises non financières, contraintes par leur besoin de gestion trésorerie à demeurer dans l'univers des actifs liquides. Ainsi, selon la Banque de France, les entreprises françaises affichaient encore à la fin du mois de septembre 2009 des niveaux de collecte positifs (27,1 milliards d'euros depuis le début de l'année), contrairement aux ménages, dont les cessions nettes se montaient pour la même période à 6,6 milliards d'euros. On remarque enfin que les fonds à formule ne sont pas parvenus à tirer partie d'un contexte caractérisé par l'incertitude sur les marchés d'actions.

Graphique 4 : Souscriptions nettes de parts d'OPCVM en France (en milliards d'euros)



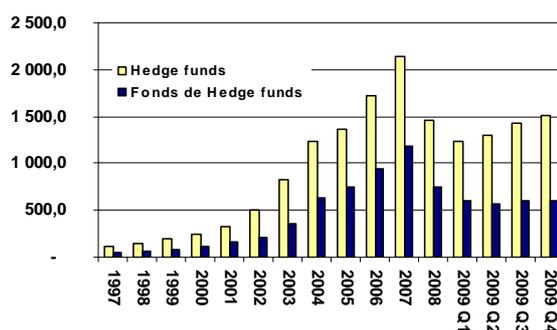
Source : Banque de France

2. La gestion alternative profite de la reprise des marchés et stabilise ses encours sous gestion

Les encours gérés se redressent après un premier trimestre difficile

La gestion alternative a beaucoup souffert de la crise financière et de ses répercussions sur l'activité des banques d'investissement jusqu'au printemps 2009. Plusieurs facteurs se sont combinés pour pénaliser les *hedge funds*, comme le tarissement des sources de financement en provenance des *prime brokers*, l'affaire Madoff, des phénomènes de décollecte autoentretenu (« *run* ») suscités par des craintes sur la liquidité de certains fonds, ou encore l'incapacité de nombreux fonds à honorer la promesse de rendements absolus. Les estimations pour le marché mondial suggèrent qu'au plus bas, soit à la fin du premier trimestre 2009, les encours sous gestion avaient reculé de 220 milliards de dollars par rapport à la fin de l'année 2008, et de plus de 900 milliards si l'on prend pour point de référence le mois de décembre 2007 (graphique 5). Cette chute a conduit à une érosion très forte de la population de fonds et à une restructuration de l'offre, comme le suggère la hausse massive des taux d'attrition⁵⁸ tout au long de l'année 2009. Plus que par des faillites spectaculaires découlant d'une crise de liquidité ou de solvabilité, les fermetures de fonds ont été décidées par les gérants en réaction à la chute de leur rémunération. Ce facteur a été exacerbé par la présence dans de nombreux fonds de commissions de surperformance de type *high-water mark*, dont la perception par les gérants s'éloigne après une phase de recul des valeurs liquidatives.

Graphique 5 : Encours des *hedge funds* au plan mondial (milliards de dollars)



Source : *BarclayHedge*

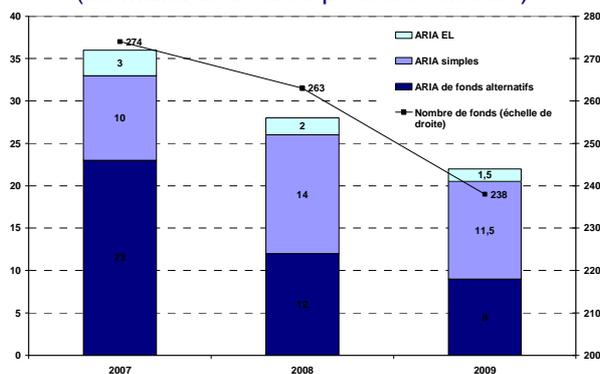
Au cours de la deuxième partie de l'année, l'industrie des *hedge funds* a dépassé son point bas et entamé, à partir de l'été, un mouvement significatif de reprise. Avec la remontée des marchés et le desserrement des contraintes de liquidité, la majorité des stratégies alternatives et, en particulier, celles tirant profit des fortes décotes de certains prix d'actifs engendrées par la crise, ont enregistré au cours du second semestre 2009 de très bonnes performances. Ces performances ont incité les investisseurs à réallouer une partie de leur portefeuille aux véhicules de gestion alternative et ont constitué un moteur puissant de collecte. Au total, ce redressement a permis à la gestion alternative mondiale d'afficher sur l'année 2009 une progression, certes très modeste, des encours gérés, ceux-ci atteignant *in fine* 1500 milliards de dollars. Le tassement des encours gérés par les fonds de fonds, particulièrement affectés par l'affaire Madoff, n'a cependant pas pu être évité.

L'industrie française de la gestion alternative (fonds « *on-shore* »), qui avait très rapidement progressé depuis l'introduction des fonds ARIA, n'a pas échappé au mouvement de recul des encours et de retrait des investisseurs observé depuis le début de la crise financière. L'encours global des fonds ARIA, qui avait déjà reculé en 2008, a poursuivi en 2009 ce mouvement pour terminer à 22 milliards d'euros (contre 28 milliards en 2008, soit une baisse de 21,4%,

⁵⁸ Le taux d'attrition correspond au taux de disparition des fonds au sein des bases de données commerciales.

graphique 6)). Au terme de deux années de diminution des encours gérés, ce sont les ARIA de fonds alternatifs qui apparaissent les plus touchés, pénalisés par l'affaire Madoff et ses conséquences très négatives sur la confiance des investisseurs : leur encours à la fin 2009 était de 9 milliards d'euros, soit un recul de 3 milliards par rapport à 2008 et une chute de 14 milliards par rapport à son niveau de 2007.

Graphique 6 : Encours et population de fonds ARIA
(en milliards d'euros pour les encours)



Source : AMF

Une possible « retailisation » de l'offre de fonds alternatifs

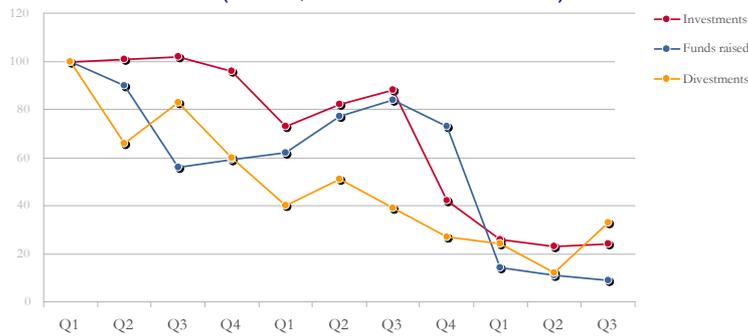
La crise financière et les chantiers réglementaires en cours vont avoir des répercussions importantes sur la gestion alternative. Du point de vue de la demande, les problématiques de sécurité des avoirs, de gestion de la liquidité, de *reporting*, ou enfin de valeur ajoutée créée par le gérant au regard des frais prélevés, constituent d'ores et déjà des éléments discriminants pour les investisseurs. Sur le dernier point, les investisseurs seront dorénavant plus soucieux de ne retenir en portefeuille que les fonds générateurs de performance absolue, alors que la période pré crise avait pu favoriser des stratégies directionnelles exposées à la hausse des marchés par le recours à un endettement peu coûteux. Cette sélectivité accrue pourrait, en Europe, renforcer la demande des investisseurs institutionnels pour des fonds de gestion alternative coordonnés, c'est-à-dire compatibles avec les contraintes de la directive OPCVM. Du point de vue de l'offre, le projet de directive AIFM pourrait significativement porter atteinte aux fonds *off shore*, en particulier *via* une augmentation des coûts impliqués par une régulation plus stricte. Il en résulterait là aussi une incitation pour les gestionnaires à *repackager* l'offre de fonds au sein de véhicules coordonnés. Cette tendance pourrait être renforcée au niveau des intermédiaires distributeurs, soucieux de limiter un risque de réputation nécessairement plus important dans le cas d'investissements *off shore*. Enfin, le choix d'une structure de type UCITS permettrait d'étendre la diffusion auprès de la clientèle des investisseurs particuliers (*retail*) et de regagner une clientèle fortunée perdue pendant la crise. Cette évolution, parfois qualifiée de « Newcitisation », soulève cependant un certain nombre de questions en matière de commercialisation et d'adaptation aux besoins des clients (*suitabilité*) de ce type de véhicules.

3. Le capital investissement en fort recul

Le marché européen du capital investissement prolonge le mouvement baissier de 2008

L'activité des fonds de capital investissement a accentué en 2009 le ralentissement observé depuis le déclenchement de la crise financière. Les fonds levés, comme les investissements ou les désinvestissements, affichent des reculs très importants par rapport à l'année précédente et, à fortiori, par rapport à 2007 (graphique 7 pour l'Europe). Si tous les segments du capital investissement sont touchés par ce mouvement, c'est l'activité de capital transmission, très dépendante des conditions sur le marché du crédit, qui continue à afficher les plus forts reculs.

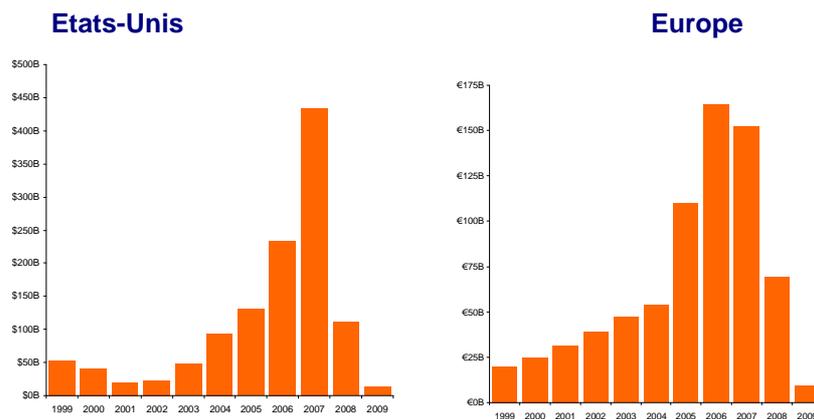
Graphique 7 : Activité du capital investissement en Europe
(indice, base 100 = 2007 Q1)



Source : EVCA, PEREP_Analytics

Les difficultés d'accès au crédit et le ralentissement conjoncturel pénalisent lourdement le segment des *leveraged buyouts* (LBO), qui occupait avant l'éclatement de la crise financière une position dominante. Les difficultés rencontrées par les fonds de LBO se situent aux différents stades de leur activité. Les perspectives de faibles rendements ainsi que les contraintes en capital et de liquidité des investisseurs pèsent sur les fonds levés. Un nombre significatif d'investisseurs révisé d'ailleurs à la baisse les concours apportés aux fonds en dépit des engagements passés, au prix de pénalités souvent très élevées. Les investissements sont quant à eux pénalisés par le durcissement des conditions de crédit et par la difficulté à alourdir l'endettement d'entreprises globalement fragilisées par le ralentissement conjoncturel (graphique 8). Enfin, les désinvestissements sont rendus difficiles par le contexte boursier et, surtout, par le nombre croissant d'entreprises en difficulté, qui ne peuvent plus faire face aux charges de remboursement et entrent de ce fait dans des processus de restructuration de dette. De manière circulaire, les difficultés des fonds à « réaliser » les investissements passés se répercutent d'ailleurs sur la capacité des investisseurs à honorer leurs engagements à apporter des capitaux, le produit des rachats de parts étant souvent réinvesti dans de nouveaux fonds par leurs bénéficiaires.

Graphique 8 : Montant des transactions de LBO (en milliards de dollars)

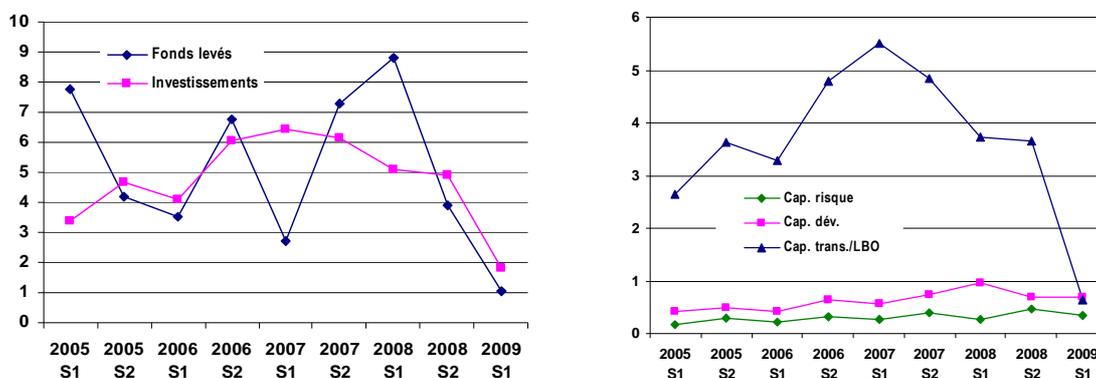


Source : Standard & Poor's LCD

En France, les capitaux levés par les fonds proviennent de manière croissante des particuliers

Le marché français a présenté un profil d'évolution similaire au marché européen, avec un tassement très prononcé des fonds levés et des investissements réalisés. On observe cependant que le recul des investissements n'est attribuable qu'au segment du capital-transmission et que les flux ont eu tendance à se maintenir pour le capital risque et le capital développement, même s'ils demeurent dans l'ensemble très modestes. Hormis le caractère moins cyclique de ces segments d'activité relativement à celui du capital transmission (en particulier les grands LBO), ce phénomène s'explique également par le soutien des incitations fiscales de la loi TEPA et par le développement induit des « fonds ISF ». D'après l'AFIC, au premier semestre 2009, ces véhicules ont ainsi représenté la quasi-totalité des capitaux levés par les FIP et les FCPI. Les fonds ISF ont ainsi contribué à hauteur de 193 millions d'euros à la collecte globale de 194 millions des FIP ; pour les FCPI, leur contribution s'élève à 113 millions sur une collecte totale de 117 millions.

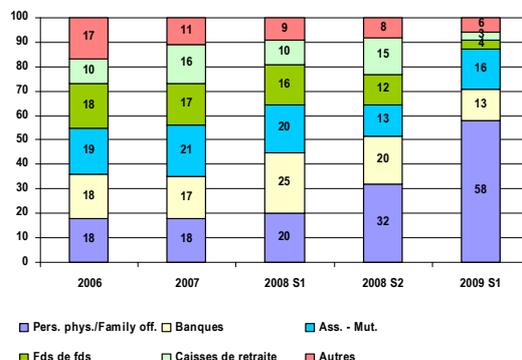
Graphique 9 : Activité du capital investissement en France (milliards d'euros)
Fonds levés et investissements



Source : AFIC

La montée en puissance de ces véhicules d'inspiration fiscale, combinée à l'attrition des capitaux en provenance des banques et des investisseurs institutionnels, a contribué à modifier la hiérarchie des sources de financement du *private equity* français au cours de la période récente. Globalement, les personnes physiques et *family offices* ont acquis une position dominante, représentant 58% des fonds levés au premier semestre 2009 (graphique 10). A l'opposé, les banques, traditionnellement très présentes, ont vu leur importance largement se réduire, pour tomber à 13% au cours de la même période.

Graphique 10 : Capital investissement en France : origine des levées de fonds (%)



Source : AFIC

Perspectives : une reprise modeste à court terme et un retour à des opérations plus classiques

A court et moyen terme, l'activité des fonds de capital investissement devrait globalement rester atone. La demande des investisseurs pourrait être freinée par le recul des performances, la difficulté à réaliser les investissements en cours, qui conditionnent leur capacité à renouveler les apports de fonds, et les contraintes en capital auxquelles sont soumis certains d'entre eux, comme les banques et les assurances. Par ailleurs, la chute globale des marchés depuis l'éclatement de la crise financière a mécaniquement réduit la valeur globale des portefeuilles des investisseurs institutionnels et les engagements contractés au cours de ces dernières années peuvent apparaître trop élevés au regard des objectifs d'allocation stratégique des actifs. On devrait par ailleurs assister à un recentrage des opérations en direction du capital-risque et du capital-développement. Les opérations de capital-transmission seront dépendantes de la capacité du marché du crédit à absorber des dettes à risque, notamment via des véhicules de titrisation, et de l'intensité de la reprise économique, qui déterminera la capacité des entreprises à supporter un endettement additionnel. La reprise des opérations de LBO passera probablement par des opérations de taille plus modeste relativement à la période pré-crise et par des niveaux de levier réduits.

Les réformes en cours concernant la réglementation prudentielle des banques et des assurances constituent par ailleurs un élément qui pourrait conditionner à moyen terme l'évolution du marché du capital investissement en limitant le rôle traditionnellement important joué par ces acteurs. Le mouvement de diffusion plus massive des fonds de capital investissement en direction des investisseurs de détail pourrait, dans ce contexte, se poursuivre.

4. La recherche de diversification et de sécurité favorise la demande de produits structurés et de fonds cotés

Au cours des dernières années, les évolutions de l'offre sur le marché de la gestion collective ont mis en évidence une tendance à la bi-polarisation, avec d'un côté des produits de gestion passive peu coûteux et de l'autre des produits plus complexes et coûteux, offrant une exposition fine à un risque particulier ou permettant aux investisseurs d'obtenir des profils rendement-risque spécifiques sur leurs placements. Si ces évolutions ne semblent globalement pas devoir être remises en cause, le contexte de sortie de crise semble avoir modifié la nature précise de cette dynamique de l'offre de fonds.

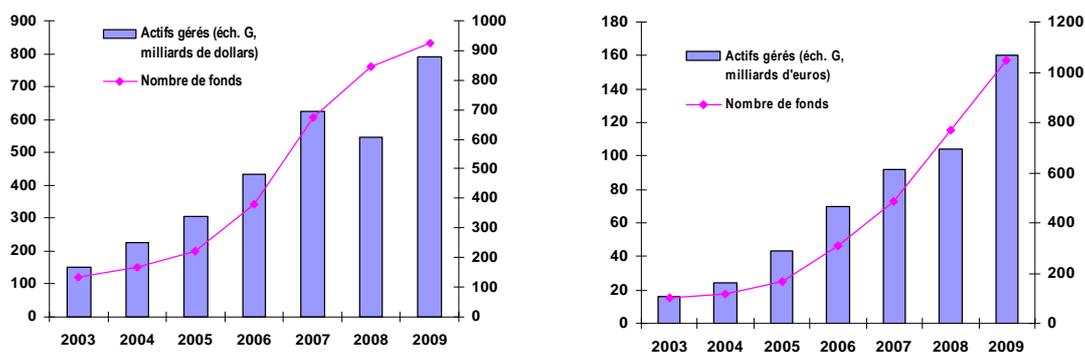
La poursuite de la croissance des produits indiciels cotés

Le marché des produits indiciels cotés (*Exchange-Traded Products* ou ETP⁵⁹) a poursuivi sa croissance accélérée en 2009, dont témoignent à la fois une collecte largement positive et une progression notable des encours gérés. A la fin de l'année 2009, la taille de ce marché dans l'ensemble Europe et Etats-Unis était ainsi estimé à environ à 1020 milliards de dollars (dont 229 milliards en Europe et 790 milliards aux Etats-Unis, graphique 11), soit une croissance sur l'année de plus de 46%. La répartition des achats par type de sous-jacent montre que les investisseurs ont largement utilisé les ETP pour se positionner sur les marchés obligataires et de *commodities* au cours du premier semestre 2009, pour ensuite revenir sur le marché des actions (graphique 12). Les produits cotés ont par conséquent été utilisés dans le cadre d'une allocation globale de portefeuille, servant de supports pour les poches d'investissement sur

⁵⁹ Les ETP comprennent pour leur grande majorité les Exchange-traded funds (ETF) et, pour une part très minoritaire, les Exchange-traded notes (ETN) et les Exchange-traded commodities (ETC). Les ETC, véhicules les plus fréquemment utilisés lorsque l'actifs sous-jacent est une matière première, prennent la forme juridique d'une obligation.

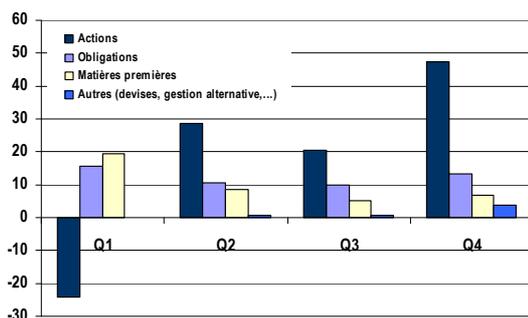
toutes les classes d'actifs (actions, produits de taux et actifs de diversification) et non plus seulement sur les seules actions. Totalisant fin 2009 près de 104 milliards de dollars d'encours et ayant capté un flux de 40 milliards de dollars, les ETP de *commodities* sont en particulier apparus dernièrement comme des instruments privilégiés par les investisseurs pour se positionner sur le marché des matières premières.

**Graphique 11 : Marché des *Exchange-traded products* (ETP)
Etats-Unis Europe**



Source : Deutsche Bank, Bloomberg, Reuters

Graphique 12 : Flux d'achats de parts d'ETP en Europe et aux Etats-Unis (mds de dollars)



Source : Deutsche Bank, Bloomberg, Reuters

Cette dynamique du marché des produits cotés et l'élargissement de la gamme des actifs sous jacents⁶⁰ qui l'accompagne invite à souligner la complexité croissante de ce marché ainsi qu'un certain nombre d'inquiétudes exprimées par les régulateurs et les investisseurs. Celles-ci portent principalement sur la capacité des investisseurs, institutionnels et *a fortiori* individuels, à appréhender non seulement les profils rendement-risque de leur placement (dans le cas, en particulier, de stratégies à effet de levier ou d'actifs sous jacents peu liquides) mais également l'ensemble des coûts inhérents à un investissement dans un produit coté, aux frais de gestion apparents venant se greffer des frais de transaction liés à la cotation et à la tenue de marché opérée par les intermédiaires, ainsi que des frais de « structuration » plus ou moins importants selon la complexité de l'actif sous jacent. Pour ce qui concerne les ETP de *commodities* et obligataires, le coût de « roulement » des contrats à terme auxquels les fonds ou les titre de dette sont adossés, peut ainsi, dans certains cas, s'avérer élevé et obérer la performance servie *in fine* aux porteurs.

Par ailleurs, le développement rapide des gestions indicielles pourrait également soulever à terme des questions de formation des prix des actifs sous jacents, notamment sur des marchés peu liquides où les volumes de transactions sont réduits.

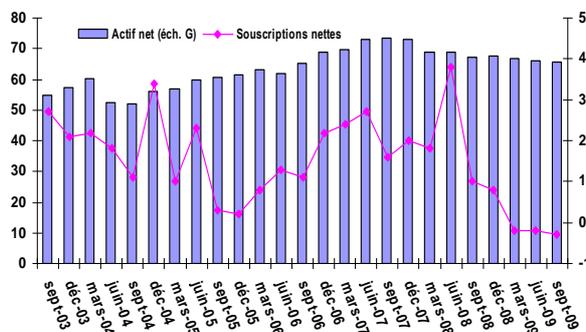
⁶⁰ Voir « Comment analyser la forte croissance du marché des ETF ? », AMF, Lettre économique et financière, Automne 2009.

La crise financière a modifié l'offre de produits innovants ou complexes. Comme cela a été souligné précédemment, la crise financière a conduit à reconsidérer le rendement (net des frais de gestion) et le risque des stratégies de gestion alternative et des investissements dans le *private equity*. S'il semble acquis que ces deux stratégies demeureront des instruments de diversification des portefeuilles des investisseurs institutionnels, voire des investisseurs de détail, leur développement s'opèrera à un rythme certainement plus modeste au cours des prochaines années.

Les perspectives pour les produits structurés

La croissance devrait donc se situer désormais davantage dans le domaine des produits structurés. Depuis le début des années deux mille, les marchés financiers ont subi à deux reprises des chocs majeurs, conduisant à des baisses marquées du prix des actifs risqués. Les conséquences pour les investisseurs ont été des dépréciations massives des portefeuilles et, pour les investisseurs institutionnels, des impacts sur les résultats et les ratios de solvabilité. Ces évolutions, combinées au durcissement des réglementations prudentielles (à l'image de Solvency 2 pour les compagnies d'assurance), devraient conduire à un renforcement de la demande des investisseurs institutionnels pour des produits de gestion collective offrant une limitation du risque de marché et susceptibles, de ce fait, de conduire à des économies de fonds propres. Par ailleurs, le vieillissement des populations et la montée concomitante des problématiques d'épargne longue et de financement des retraites constituent des éléments de soutien structurel pour une demande de produits capables de prendre en compte les contraintes de passif spécifiques découlant du paiement des prestations de retraite. Une telle orientation devrait également s'observer du côté de la demande *retail*, les particuliers pouvant être dans le contexte post-crise encore plus sensibles à la thématique de préservation des portefeuilles et de protection face aux aléas des marchés, même si à court terme la faiblesse des taux d'intérêt rend peu opportun l'investissement dans les fonds à formule assortis de garanties en capital (graphique 13).

Graphique 13 : Fonds garantis et à formule en France (milliards d'euros)



Source : Banque de France

Le potentiel de croissance de ces produits de gestion collective dépendra de la concurrence que leur livrent des produits similaires émis par les banques sous forme d'obligations (EMTN) voire de dépôts à terme. L'intensité de cette concurrence sera en partie dépendante des stratégies commerciales des banques et notamment de leur implication dans le domaine de la gestion collective. La tendance dans certains pays des banques à se désengager de la gestion collective pourrait se traduire par un développement plus rapide de l'offre de produits structurés bancaires, au détriment des fonds de gestion collective.

Ces différents produits, économiquement similaires mais offerts au sein d'enveloppes juridiques distinctes, obéissent à des réglementations sensiblement différentes en matière de commercialisation. Cette hétérogénéité des règles soulève des problématiques importantes de

protection des investisseurs (degré d'information sur le fonctionnement du produit, les frais, etc.) mais également de concurrence sur le marché de l'épargne.

Par ailleurs, quelle que soit la forme juridique prise par les produits structurés, il s'agira d'être vigilant sur les risques de surcharge tarifaire liés aux coûts de structuration et de garantie. Ce risque, inhérent à la complexité de ce type de produit, pourrait être exacerbé par la volonté des acteurs bancaires de préserver leur rentabilité dans un contexte de durcissement de la réglementation prudentielle.

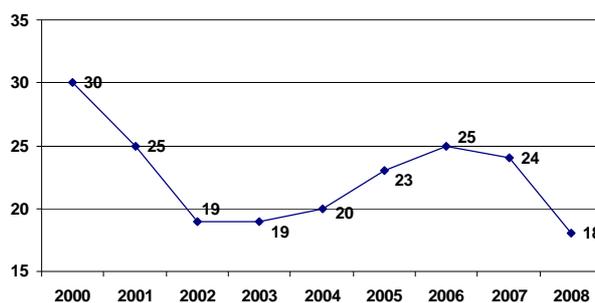
5. Les acteurs de l'industrie

Après une année 2008 difficile, une remontée probable de la rentabilité des sociétés de gestion

La crise financière a largement affecté la rentabilité des sociétés de gestion et précipité un mouvement profond de restructuration de l'industrie de la gestion collective. En 2008 et jusqu'au point bas du premier trimestre 2009, le recul des prix d'actifs et les mouvements de retrait des porteurs ont entraîné une baisse des encours gérés et, mécaniquement, une érosion des commissions de gestion assises sur les encours. Les réallocations de portefeuille en faveur des fonds monétaires, plus faiblement rémunérés, ont par ailleurs renforcé cette diminution des commissions.

Les données de l'AMF⁶¹ sur la rentabilité de l'industrie de la gestion collective en 2008 permettent de dresser un certain nombre de constats. Globalement, la rentabilité des sociétés de gestion a accusé un repli marqué, la marge d'exploitation pour l'ensemble de l'industrie passant de 24% en 2007 à 18% en 2008 (graphique 14). Par ailleurs, si un nombre significatif de sociétés ont accusé un résultat négatif, on constate que ce sont les petites sociétés qui enregistrent globalement les plus grandes difficultés. Ainsi, 50,5% des sociétés présentant un résultat d'exploitation négatif ont un effectif inférieur ou égal à cinq personnes. De la même manière, 52,3% des entreprises gérant moins de 50 millions d'euros accusent un déficit d'exploitation. On remarque enfin que certaines sociétés sont parvenues tout de même à garder une rentabilité élevée, en particulier celles mettant en œuvre des gestions « spécialisées »⁶², (taux de rentabilité de 26,3% en 2008) et celles qui opèrent dans le capital investissement (25,6%).

Graphique 14 : Rentabilité des sociétés de gestion (%)



Source : AMF

Les difficultés rencontrées par les acteurs de la gestion collective ont suscité un certain nombre de restructurations visant à réduire la base des coûts et, dans certains cas, à assurer la continuité de l'activité. Les manifestations les plus visibles de ces restructurations ont été des fusions, parfois de grande ampleur, et l'absorption de structures de taille modestes par de

⁶¹ Cf. « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2008 », Autorité des marchés financiers.

⁶² Gestion d'OPCI, de fonds d'épargne salariale, de fonds contractuels et de fonds de gestion alternative.

grands groupes. Ce mouvement est allé de pair dans, certains pays, avec une tendance pour les banques à se désengager partiellement ou en totalité de leurs activités de gestion d'actifs, de telles cessions d'actifs permettant de rééquilibrer des bilans bancaires fragilisés par les pertes sur produits de financement structurés (la Société générale et le Crédit agricole ont fusionné au sein d'Amundi leurs activités de gestion d'actifs, la Société générale ne détenant que 25% du nouvel ensemble).

L'année 2009 a vu un redressement des encours gérés, sous l'effet de la reprise des marchés et d'un flux de collecte redevenu positif. De plus, des réallocations massives de portefeuille se sont opérées en faveur des OPCVM de long terme et au détriment des fonds monétaires, avec à la clé une hausse des commissions unitaires perçues. Ces mouvements ont certainement conduit à un redressement de la rentabilité du secteur, même s'il est trop tôt pour dresser un bilan de l'année 2009.

A l'avenir, la rentabilité des sociétés de gestion dépendra d'un certain nombre de facteurs. La tendance structurelle à la hausse des encours gérés par les fonds de gestion collective au sein de l'épargne institutionnelle, le mouvement de concentration du secteur, et enfin les possibilités offertes en Europe par la directive OPCVM IV en matière de fusions de fonds et de rationalisation des gammes, sont porteuses d'économies de coûts et sont donc susceptibles de renforcer de manière durable les niveaux de rentabilité, notamment pour les acteurs internationaux. En matière de commissions perçues, un certain nombre de forces contradictoires peuvent être notées :

- la concentration du secteur à l'échelle domestique et européenne, au-delà des économies d'échelle qu'elle peut engendrer, peut renforcer le pouvoir de marché des gros acteurs et donc leur capacité à fixer les prix ;
- le développement de techniques de gestion complexes, dont le coût global pour l'investisseur est souvent difficilement perceptible, peut être source de surcharge tarifaire et constitue un frein à la baisse des taux de commissionnement ;
- à l'inverse, la crise financière a mis en exergue les rémunérations parfois abusives de certains fonds au regard de leur performance et des contraintes de liquidité imposées aux porteurs, en particulier dans le domaine de la gestion alternative. Le changement de rapport de force au profit des investisseurs favorise d'ores et déjà un recul des taux de commissionnement ;
- le niveau très bas du rendement de certains actifs sur les marchés et le développement d'une offre concurrente à bas coûts dans le domaine de la gestion passive constituent une pression à la baisse sur le niveau des frais.

Des enjeux en matière de protection des investisseurs

Les réorganisations industrielles en cours et celles à attendre de l'entrée en vigueur de la directive OPCVM IV, ainsi que de l'utilisation de techniques de gestion sophistiquées par des structures spécialisées, souvent de petite taille, amènent à formuler un certain nombre d'interrogations en matière de protection des investisseurs. Ces interrogations portent sur :

- la capacité des sociétés de gestion à mettre en œuvre des stratégies de gestion complexes. Cela signifie l'existence de moyens humains et techniques suffisants pour appréhender l'ensemble du processus d'investissement et assumer les fonctions importantes, en particulier de suivi des risques et de valorisation des portefeuilles. La question se pose avec une actualité particulière pour les acteurs de petite taille, qui ont été fragilisés par la crise financière et qui n'ont peut-être plus de ce fait les infrastructures appropriées ;

- l'existence potentielle d'arbitrages réglementaires dans les choix de localisation des acteurs et des produits en Europe, le risque étant que les localisations soient guidées par l'intensité des contraintes réglementaires, au détriment de l'investisseur final. De manière plus générale, se pose la question de l'homogénéité des réglementations dans un univers où les produits et les acteurs seront susceptibles d'obéir à des réglementations nationales différentes.

Gestion collective : synthèse

L'année 2009 a été synonyme de reprise pour le marché de la gestion collective. La hausse des valorisations sur les marchés de titres, combinée à une collecte nette positive, a permis une progression notable des encours gérés, dans un contexte de réallocations au profit des fonds de long terme et au détriment des fonds monétaires. La gestion alternative a également profité de l'évolution favorable des marchés à partir du printemps 2009. Les *hedge funds* doivent cependant faire face à une demande de transparence et de sécurité des investisseurs, à une pression à la baisse des taux de commissionnement, et à des incertitudes sur le cadre réglementaire auxquels ils seront soumis. L'adoption par un nombre croissant de fonds du label UCITS, considéré comme protecteur par les investisseurs, pourrait être une première réponse à ces interrogations.

Le capital investissement a poursuivi en 2009 son mouvement de contraction. Le segment des LBO est confronté à un marché du crédit beaucoup plus sélectif, un recul de la rentabilité des entreprises et des niveaux de valorisation encore bas sur les marchés d'actions. Cet environnement freine à la fois les levées de fonds, le niveau des investissements et les sorties. Le segment du capital risque et du capital développement connaît un ralentissement beaucoup moins marqué. En France, les dispositifs fiscaux de la loi TEPA constituent un élément de soutien du marché du capital investissement, comme en atteste début 2009 le poids dominant des investisseurs particuliers dans les levées de fonds.

Le développement d'une offre de produits de gestion bipolaire (gestion passive *versus* gestion complexe) est probablement amené à se poursuivre, mais à un rythme atténué. La progression du marché des produits indiciels cotés (*Exchange-traded products*) s'est prolongée en 2009, utilisés notamment par les investisseurs pour se positionner sur le marché des *commodities*. Le développement de l'offre de produits complexes pourrait répondre à une demande spécifique d'investisseurs particuliers et institutionnels. Précisément, les contraintes de bilan de nombreux investisseurs institutionnels et l'aversion au risque des particuliers devraient stimuler l'offre de produits structurés présentant des éléments de garantie en capital.

Le redressement des encours gérés et de la collecte a permis un redressement de la rentabilité des sociétés de gestion, qui avait fortement chuté en 2008. En Europe, au-delà des réorganisations suscitées par le contexte de crise, les stratégies industrielles et commerciales des acteurs, notamment en matière de localisation, seront influencées par la mise en œuvre de la directive OPCVM IV.

L'élargissement et la complexification de la gamme des produits d'investissement, sa diffusion potentiellement plus grande auprès des investisseurs de détail et la coexistence de régimes juridiques distincts pour des produits économiquement similaires, invitent à souligner un certain nombre de risques pour la commercialisation et la transparence, en particulier :

- les risques d'une **compréhension insuffisante des produits** ou des marchés sur lesquels les actifs sous jacents sont investis, par les investisseurs mais également par les réseaux de distribution, avec comme conséquence possible une inadaptation aux besoins spécifiques du client ;
- les risques de **mauvaise appréciation des coûts** et de **surcharge tarifaire** découlant de l'existence éventuelle de frais « cachés », liés à l'élaboration des produits ou au mode de fonctionnement de leur marché secondaire dans le cas de fonds cotés ;
- les risques de **mauvaise valorisation des actifs** et de **contrôle insuffisant des risques** des stratégies d'investissement par les gérants et les promoteurs de fonds, notamment dans le cas de placements dans des actifs illiquides ou des produits dérivés complexes ; ce risque sera d'autant plus grand pour les acteurs de petite taille que la crise a pu fragiliser.

L'intensité de ces risques pourrait être par ailleurs exacerbée à court terme par le contexte de taux d'intérêt bas, qui est susceptible de stimuler la **recherche de rendement** par les investisseurs et l'élaboration de produits complexes.

Les évolutions réglementaires en cours en Europe à travers la mise en œuvre de la directive OPCVM IV et leurs conséquences sur les stratégies industrielles et commerciales des acteurs de la gestion d'actifs invitent par ailleurs à souligner les risques **d'arbitrage réglementaire** et **d'insécurité juridique** découlant de l'hétérogénéité des réglementations domestiques (par exemple en matière de transparence sur les frais).

« Risques et tendances » est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication Edouard Vieillefond	e.vieillefond@amf-france.org 01.53.45.63.06
Rédacteur en chef Fabrice Pansard	f.pansard@amf-france.org 01.53.45.63.57
Equipe de rédaction Julie Ansidei	j.ansidei@amf-france.org 01.53.45.63.55
Anne Demartini	a.demartini@amf-france.org 01.53.45.63.39
Elisabeth Fonteny	e.fonteny@amf-france.org 01.53.45.63.61
Laurent Grillet-Aubert	l.grillet-aubert@amf-france.org 01.53.45.63.38
Carine Romey	c.romey@amf-france.org 01.53.45.63.41
Secrétariat Muriel Visage	m.visage@amf-france.org 01.53.45.63.35

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