

# CARTOGRAPHIE 2021 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

**Benoît de Juvigny, Secrétaire général**  
**Stéphane Gallon, Chef économiste,**  
**directeur de division**

**Kheira Benhami, directrice adjointe de**  
**division**

1

# LES PRINCIPALES ÉVOLUTIONS DEPUIS LES DOUZE DERNIERS MOIS

# Une normalisation post pandémie sur les marchés

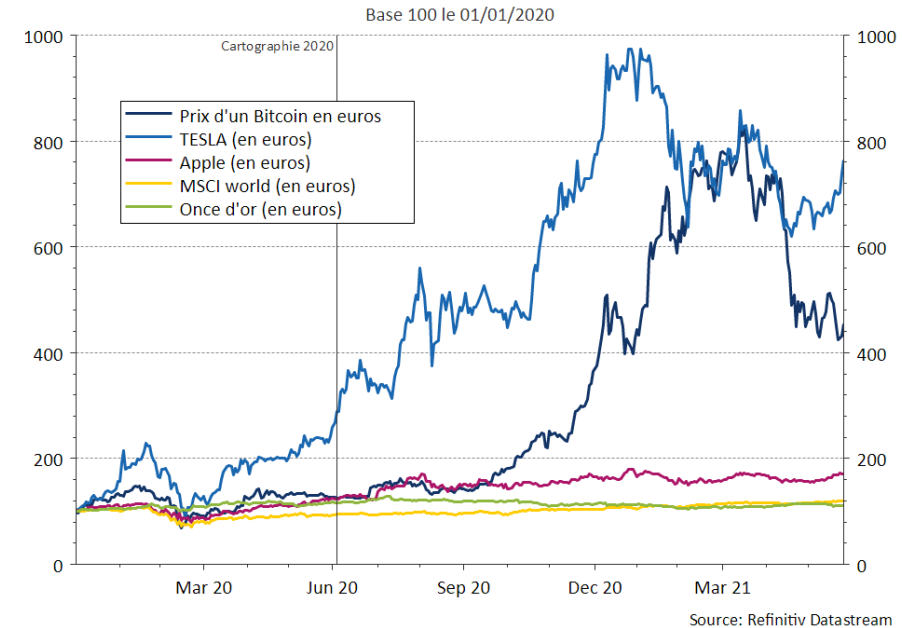
## De multiples indicateurs de marché revenus à la normale

- ❑ Volatilité sur les marchés actions
- ❑ Liquidité sur les marchés obligataires
- ❑ Marges appelées pour les produits dérivés
- ❑ Encours des fonds monétaires

## Mais un monde d'après bien différent

- ❑ Des valorisations qui ont dépassé les niveaux pré-crise, exubérance sur certains actifs (bitcoin...), maintien d'un aléa sanitaire, risque de correction
- ❑ Davantage d'endettement, risque de solvabilité
- ❑ Davantage d'hétérogénéité de croissance (pays, secteurs), risque de transition désordonnée
- ❑ Sursaut d'inflation, risque de taux d'intérêt

Evolution de différents actifs



Recherches sur « inflation », source :  
Google trends



## Compétitivité et souveraineté de l'Union européenne post Brexit

- ❑ Transactions sur dérivés parties aux États-Unis
- ❑ Chambres de compensation britanniques toujours incontournables

## Multiplication d'incidents opérationnels et d'affaires riches d'enseignements

- ❑ Multiples pannes informatiques hors de toute attaque cyber
- ❑ Wirecard, Greensill, Archegos, Gamestop... : des risques isolés ou des signes de vulnérabilité générale ?

## Transition des IBOR : une préparation insuffisante ?

## 2

# STABILITÉ FINANCIÈRE

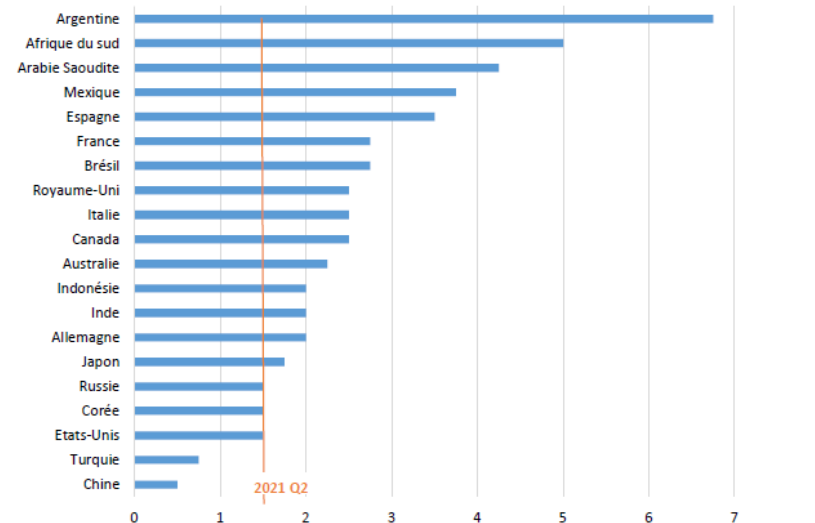
	Description des risques	Niveau mi-2020	2020-2021	Niveau mi-2021	Perspectives 2022
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés Niveaux de valorisations élevées avec primes de risque très faibles, malgré la permanence d'aléas importants		→		→
	2. Manque de coordination internationale des politiques Désynchronisation des cycles économiques entre grandes zones (Etats-Unis en avance) et au sein de grandes zones (hétérogénéité de la zone euro) Hausse des taux d'intérêt mondiaux sous l'influence de la montée des taux américains Divergence réglementaire, en particulier post Brexit, dans une logique de lutte pour la compétitivité		→		→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 Défauts restant à constater en raison des politiques publiques de soutien les ayant retardés		↗		→

# Une reprise économique fragile (aléa sanitaire) et hétérogène

## Plusieurs hétérogénéités

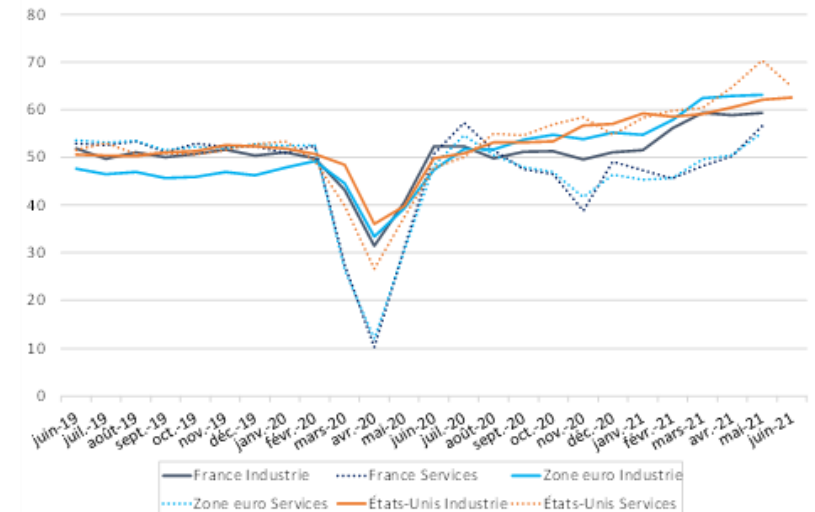
- selon les pays (temps nécessaire pour effacer la crise)
- selon les secteurs (perspectives dégradées services % industrie)

### Horizon de retour au niveau pré-crise du PIB par habitant (nombre d'années, depuis)



Source : OCDE

### Indice PMI des directeurs d'achats (Purchasing Managers Index)



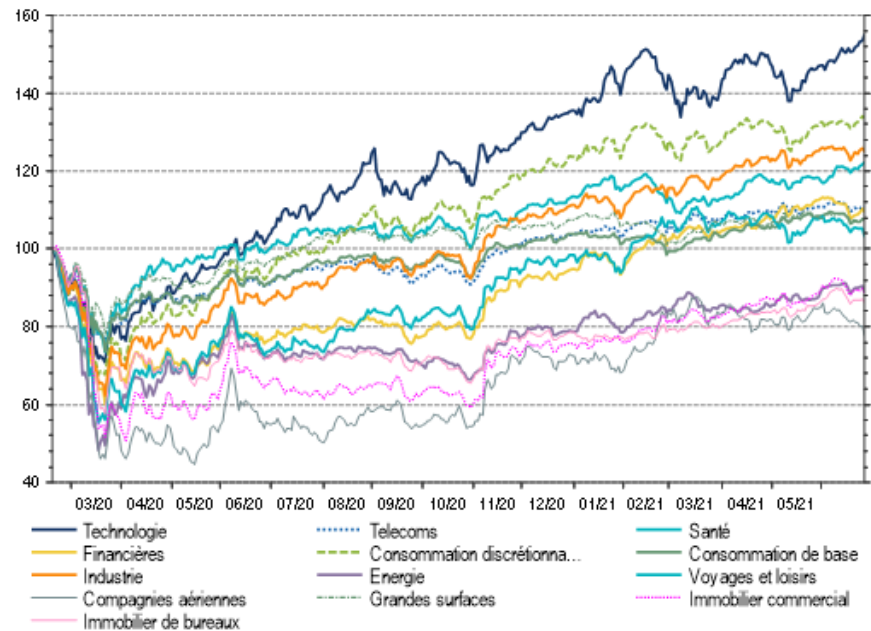
Source : IHS Markit

# Une reprise économique bien valorisée sur les marchés actions

## Évolutions boursières par secteur au niveau mondial (10/02/20=100)

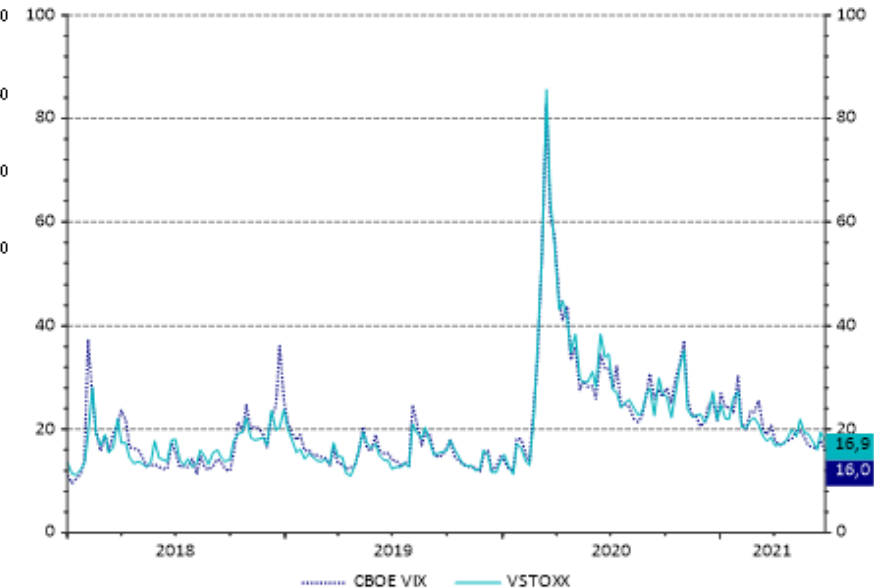
Les divergences entre secteurs apparaissent bien dans les valorisations

Mais la volatilité paraît relativement faible au regard de l'incertitude et de la nature inédite de la situation



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 29/06/21

## Indices de volatilité implicite



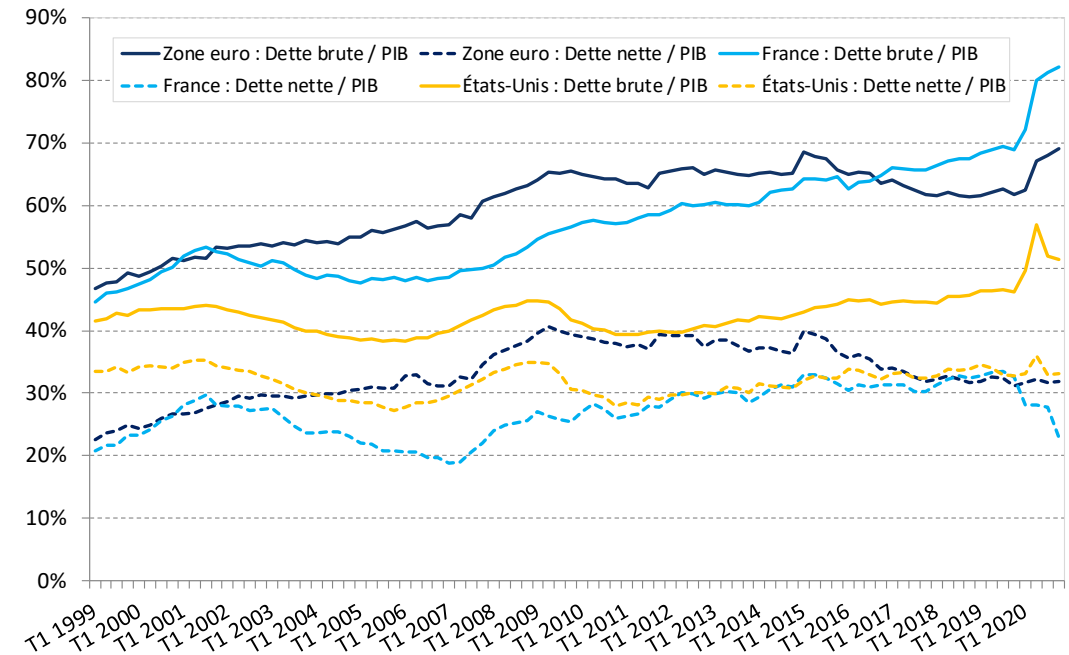
Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 29/06/21

# La dette en hausse, qui cache encore des hétérogénéités entre entreprises

## Sociétés non financières : une dette nette contenue et une situation différente entre entreprises

- certaines entreprises ont accru leur trésorerie sans s'endetter
- d'autres se sont endettées sans accroître leur trésorerie (vulnérabilité)

### Dette brute et dette nette consolidées des SNF (en % du PIB valeur)



Dernier point observé = T4 2020

Source : Banque de France, Federal Reserve, Calculs AMF



# Des risques de solvabilité qui ne se sont pas encore manifestés

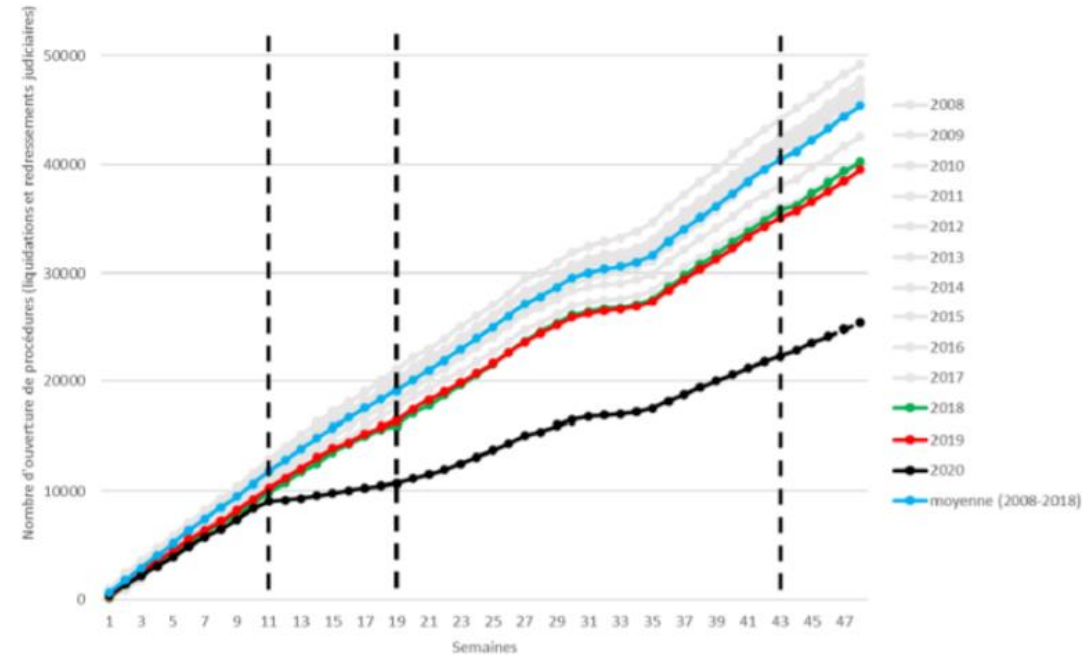
## Une hausse attendue des défauts des sociétés non financières

Impact pour les banques d'une augmentation des prêts non performants

## Dettes publiques, un enjeu de soutenabilité à moyen terme

### Somme cumulée du nombre d'ouverture de procédure collective en France

(redressement et liquidation judiciaire, hors conversion de RJ à LJ)



Source: Cros et alii (2020) « Les défaillances d'entreprises dans la crise Covid-19 : zombification ou mise en hibernation ? » Lettre du CAE, décembre 2020

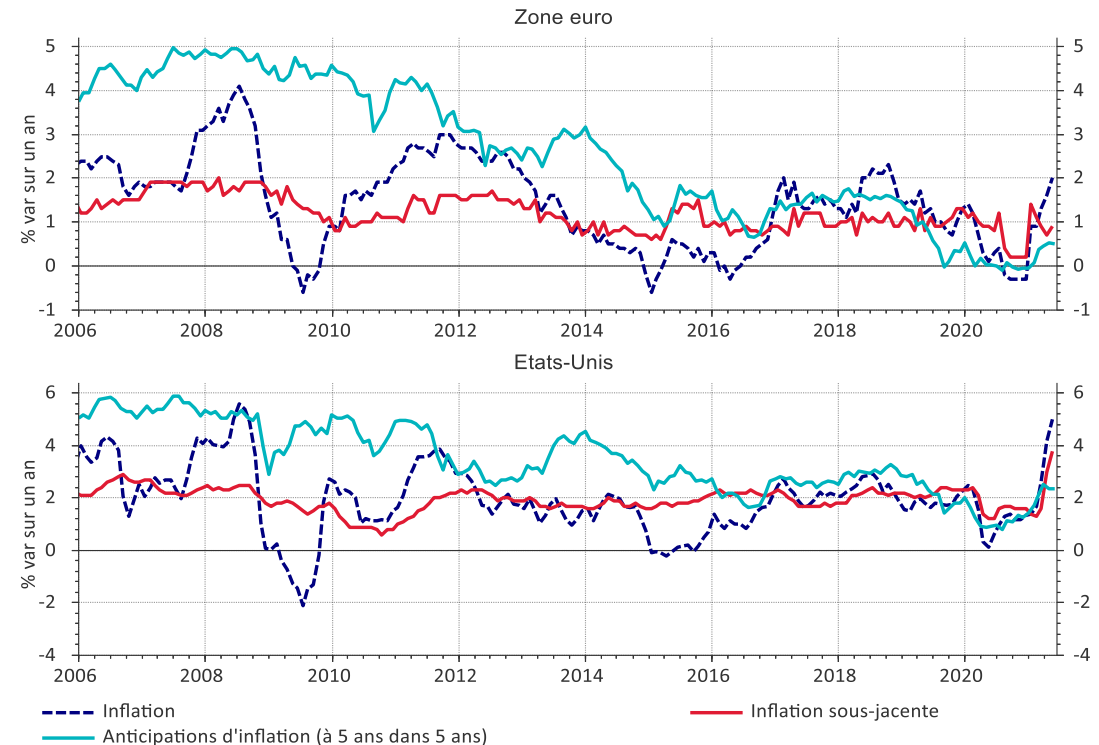
Lecture : Sur les 48 premières semaines de 2020, environ 25 000 procédures collectives ont été ouvertes auprès de tribunaux de commerce et des TGI. Les barres en pointillé indiquent le début et la fin du premier confinement, et le début du deuxième

# Plus d'inflation : favorable au désendettement si les taux d'intérêt ne montent pas significativement...

## Plusieurs facteurs inflationnistes, dont certains durables

- Goulets d'étranglement à la production (sectoriels)
- Relocalisation post pandémie
- Changement climatique
- Tolérance des banques centrales à plus d'inflation (objectif prioritaire de croissance, désendettement réel par l'inflation) ?

## Inflation aux États-Unis et dans la zone euro



Source : Refinitiv

# ... ce qui est le cas pour le moment mais la trajectoire de hausse des taux est risquée

## Évolution des taux d'intérêt : rôle clef des banques centrales

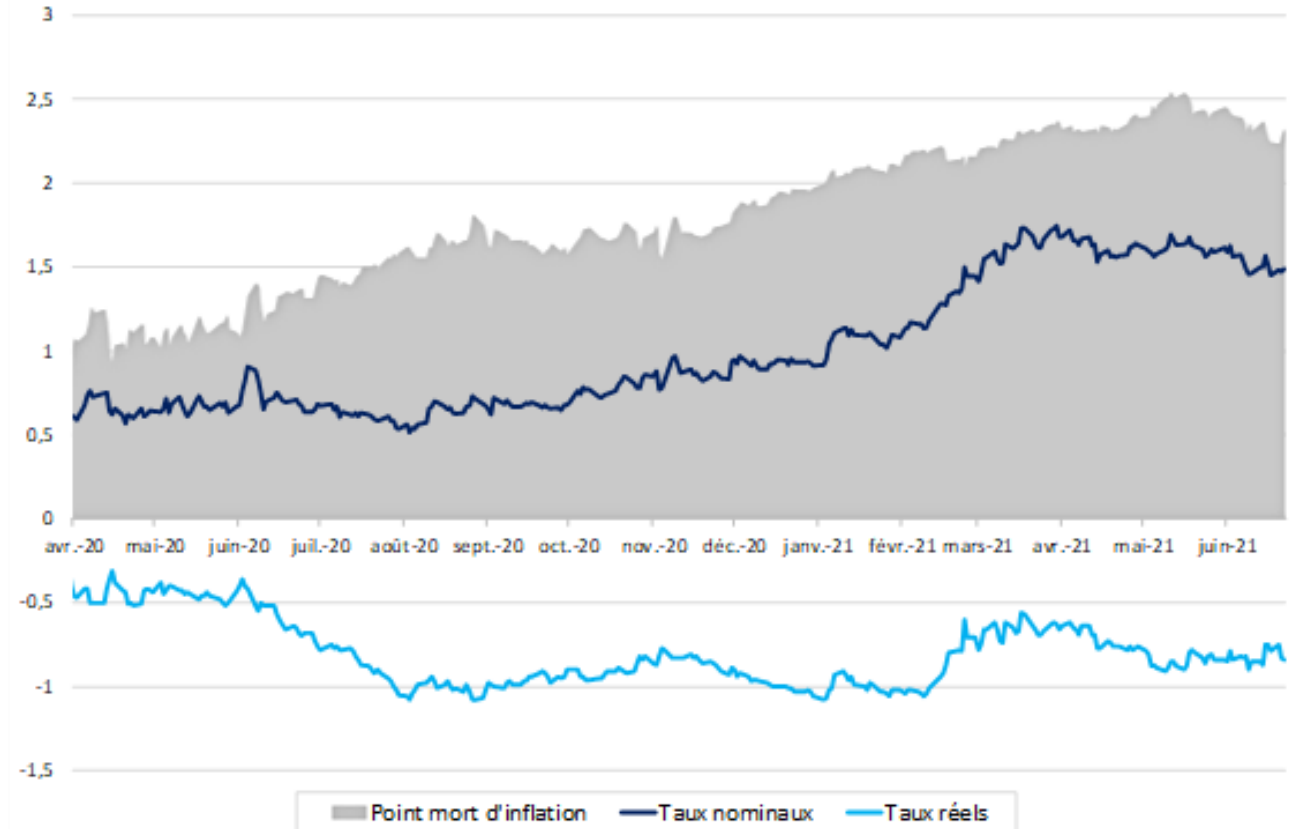
- Capacité à contrôler l'ensemble de la courbe des taux

**Aléa en cas de hausse trop faible des taux d'intérêt : incitation excessive à s'endetter**

**Aléa en cas de hausse trop forte des taux d'intérêt : cf. *taper tantrum* de 2013 (chute des marchés lorsque la Fed avait annoncé une normalisation de ses achats d'actifs)**

- Vulnérabilité de pays émergents
- Insolvabilité

## Rendements nominaux et réels des obligations souveraines 10 ans aux États-Unis



Source : US Department of the Treasury

# Un contexte favorable à l'investissement en actions

**Actions : des actifs protégeant contre le risque d'inflation**

**Obligations : un rendement réel faible, à l'image des prêts aux émetteurs les plus risqués de la catégorie *investment grade* (notation BBB)**

**Des niveaux de valorisation des actions correspondant à une prime de risque historiquement faible aux États-Unis, risque de correction**

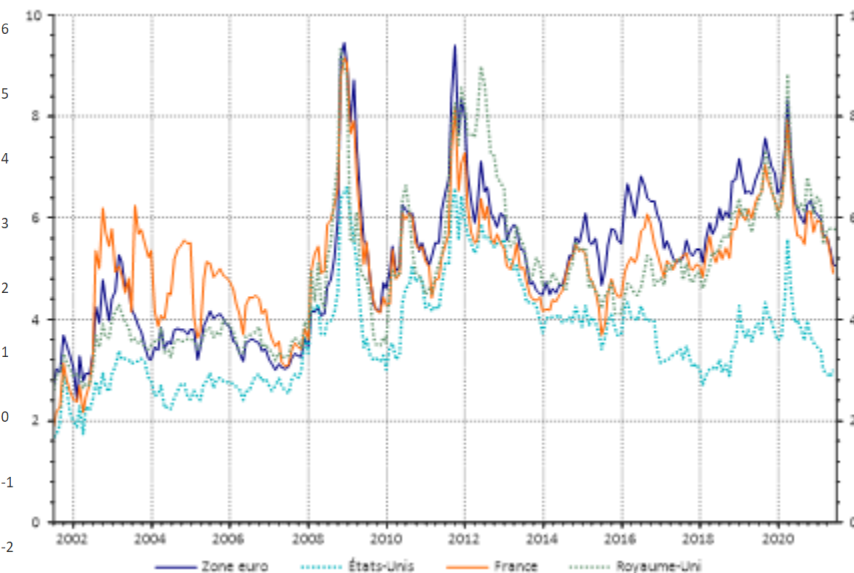
## Taux d'intérêt réels sur obligations en euros notées BBB (%)



Source: Refinitiv

Notes: Euro area EUR NFC BBB annual yield - EUR  
5 year inflation swap rate

## Prime de risque actions



Source: Datastream Refinitiv

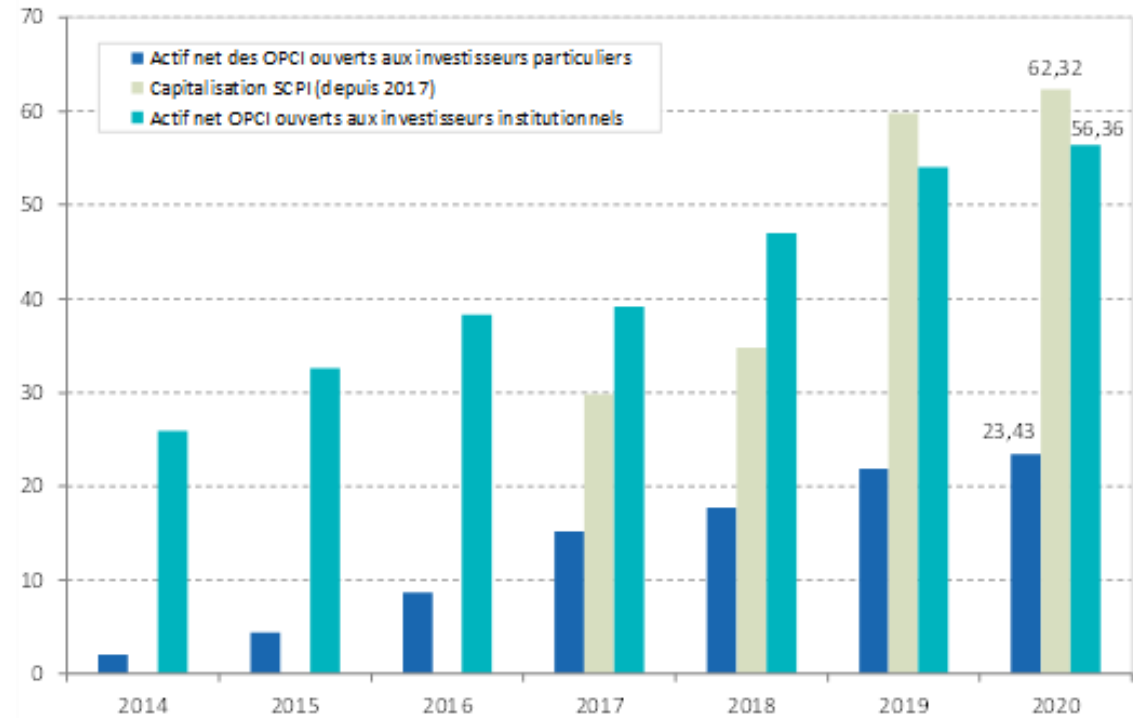
Notes: Euro area EUR NFC BBB annual yield - EUR  
5 year inflation swap rate

# L'investissement dans les fonds immobiliers toujours en hausse malgré les risques pesant le secteur

## Les vulnérabilités de l'immobilier

- Immobilier commercial : impact de la pandémie sur les bureaux, les commerces... ; vulnérabilités en cas de hausse de taux d'intérêt
- Immobilier résidentiel : vulnérabilités en cas de hausse du chômage et de taux d'intérêt

## Évolution de l'encours des fonds immobiliers français (montants en milliards d'euros)



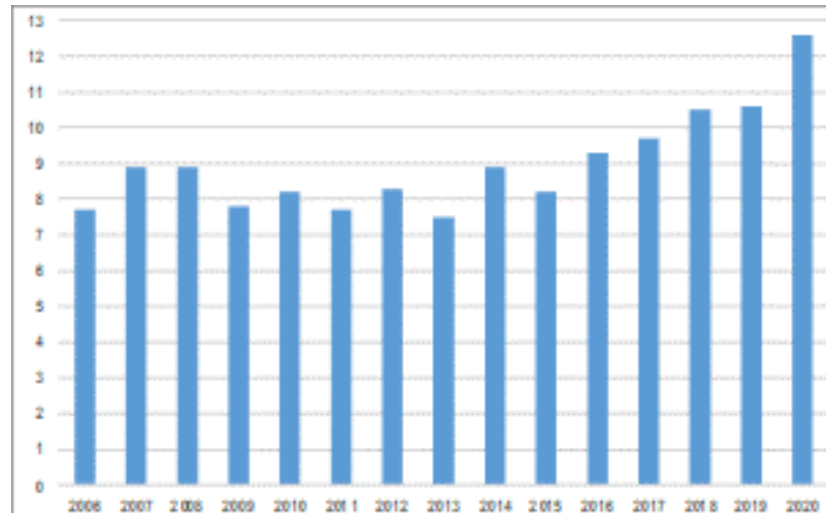
Source : Autorité des marchés financiers, base BIO

# Dans le capital risque, également des afflux

## Les risques associés

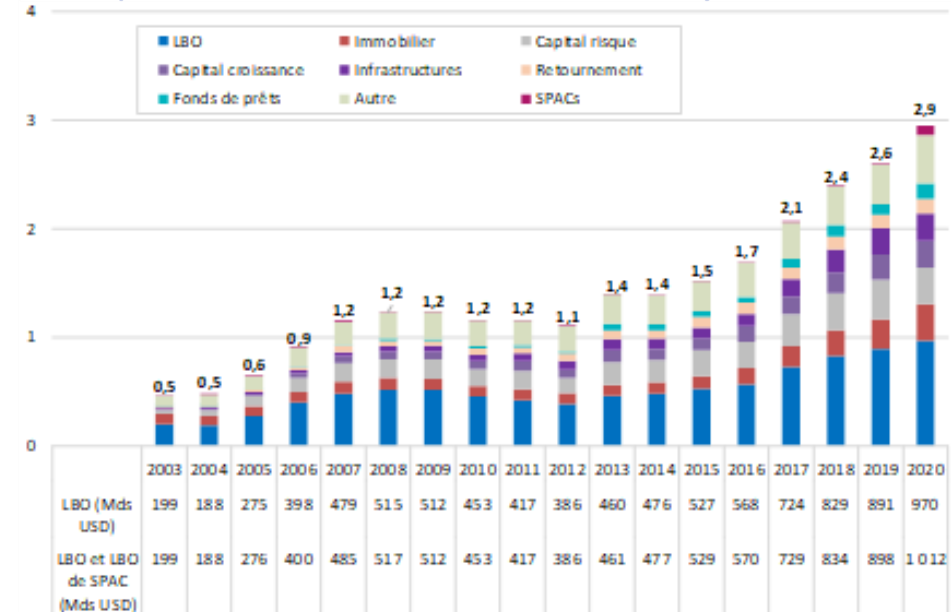
- ❑ Valorisations élevées
- ❑ Montants records en attente d'investissement
- ❑ Complexité croissante des opérations
- ❑ Endettement en hausse (cibles de LBO)

Valorisation des transactions de LBO en Europe (multiples de l'EBITDA moyen)



Source : S&P LCD; Bain (2021), AMF.

Monde – Fonds non investis engagés par les investisseurs (*dry powder*) (milliers de milliards de dollars)



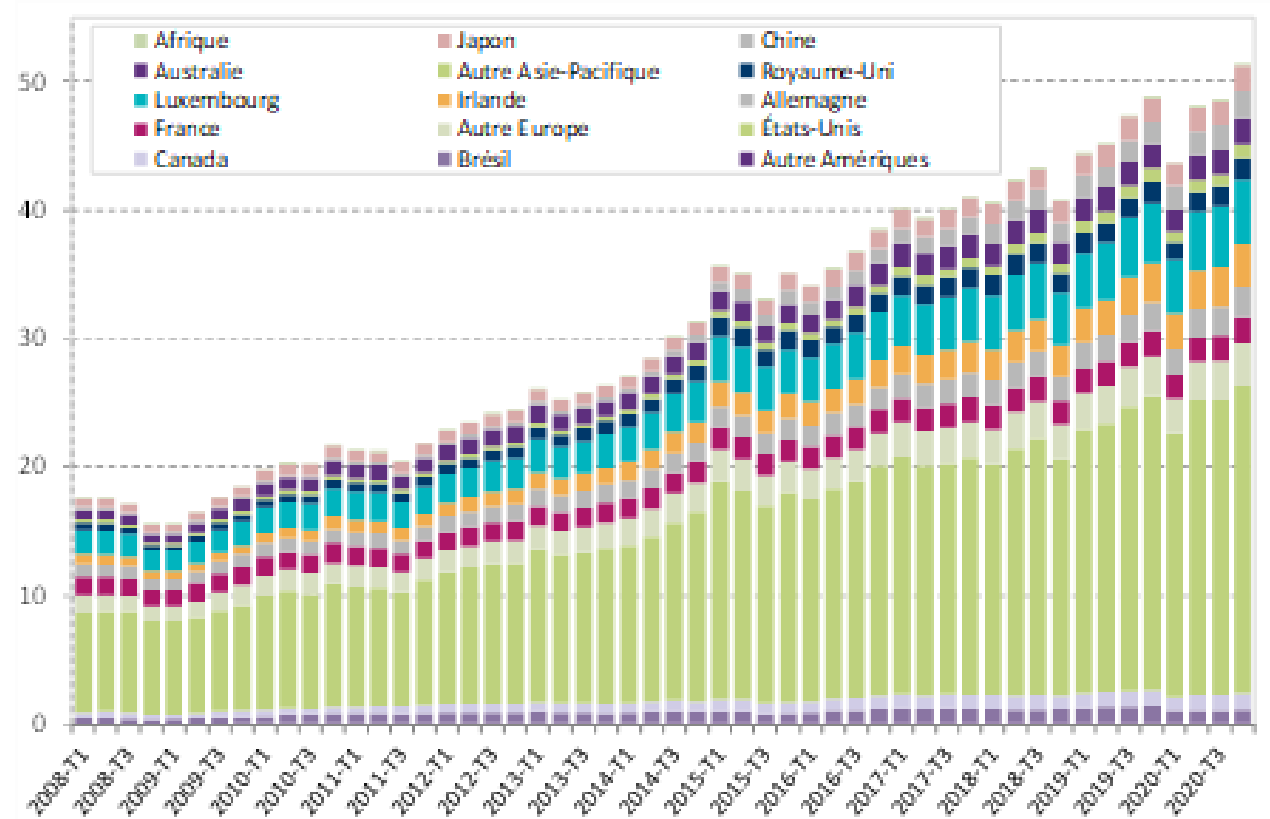
Note : "Autres" comprend les fonds de fonds, les fonds secondaires, les ressources naturelles et les fonds mezzanine. LBO comprend les LBO, les fonds diversifiés, les co-investissements et les fonds de co-investissement multigérés. La collecte des LBO de SPAC approxime leur poudre sèche. Les LBO de SPAC sont estimés à environ 50 % du total des SPAC destinés à des opérations de rachat. Les écarts de hauteur de barres affichant la même valeur sont dus aux arrondis. Source : Prequin ; Reuters ; SPACInsider ; Bain.

# Gestion d'actifs : reprise d'une collecte robuste et nouveau record mondial

Une collecte de 2300 milliards d'euros en 2020 concentrée majoritairement sur deux types de fonds

- 1200 milliards d'euros pour les fonds monétaires
- 600 milliards pour les fonds obligataires

Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale, par grande juridiction de domiciliation des fonds  
(en milliers de milliards d'euros)

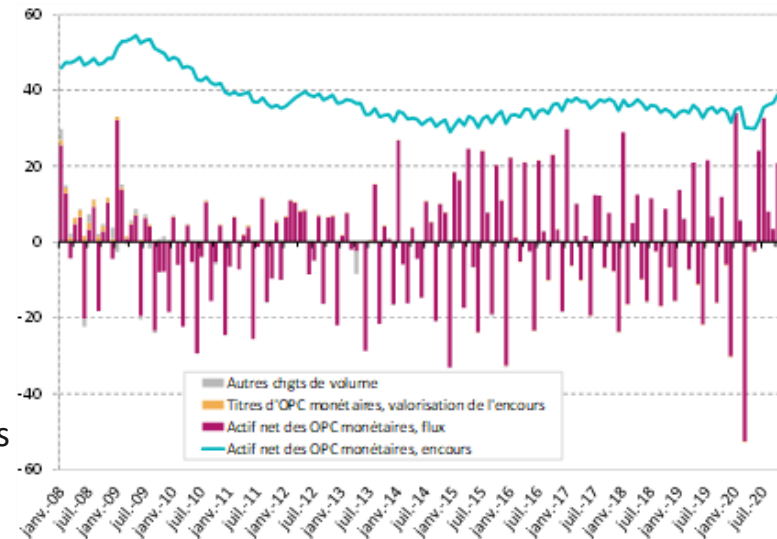


Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2020-Q4

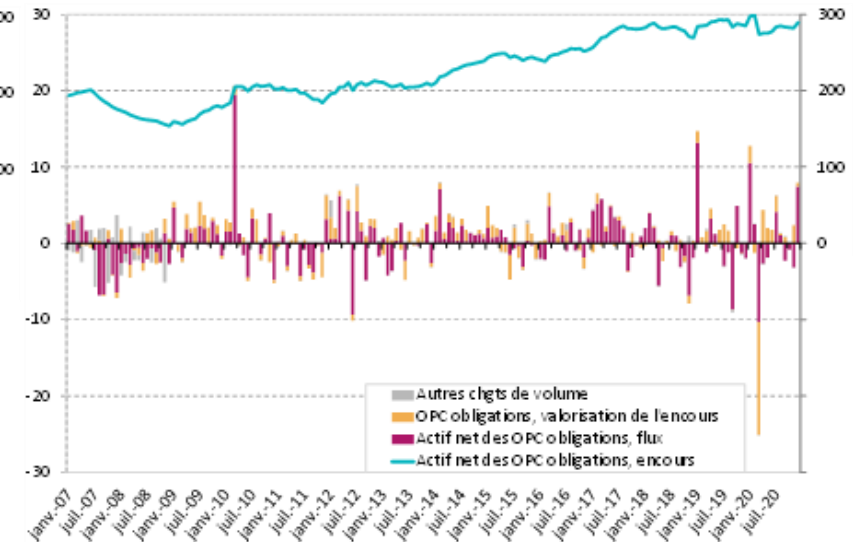
# La décollecte sur les fonds monétaires et obligataires français n'aura été que de courte durée

- Une action ciblée des banques centrales essentielle pour apporter de la liquidité sur un marché des instruments monétaires qui était gelé
- Consultations publiques sur des réformes des fonds monétaires (ESMA: finie ; FSB : en cours) : objectif, limiter les futures interventions des banques centrales
- Vigilance pour préserver la fonction économique des fonds monétaires (en France : financement des banques ou des sociétés non financières), et tenir compte de la liquidité structurellement réduite du marché des instruments monétaires
- La vulnérabilité de la liquidité sur les marchés obligataires pose aussi la question des risques des fonds obligataires (hausse de taux, baisse de prix des actifs, rachats...)

**Évolution de l'encours des fonds monétaires français et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(évolution mensuelle, montants en milliards d'euros)



**Évolution de l'encours des fonds obligataires français et décomposition des effets de flux et de valorisation**  
(évolution annuelle à gauche, mensuelle à droite, montants en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC



## 3

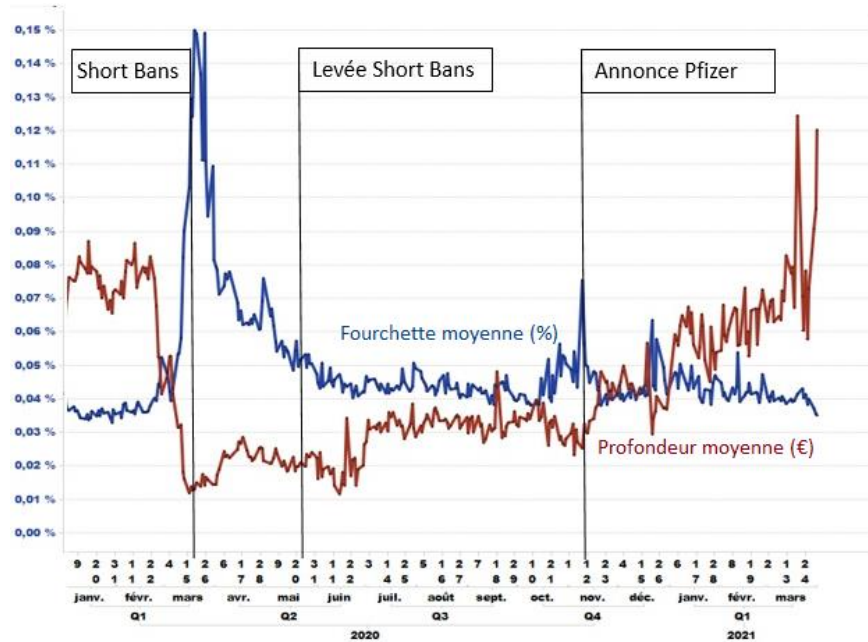
# ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS

	Description des risques	Niveau mi-2020	2020-2021	Niveau mi-2021	Perspectives 2022
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résistance à la correction en 2020 Soutien des autorités (banques centrales, superviseurs...)		→		→
	5. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Résistance à l'épisode de 2020 Mais multiplication des incidents opérationnels même en dehors de toute attaque malfaisante Chambres de compensation britanniques post Brexit : incertitude sur l'équivalence accordée par l'UE		↗		→

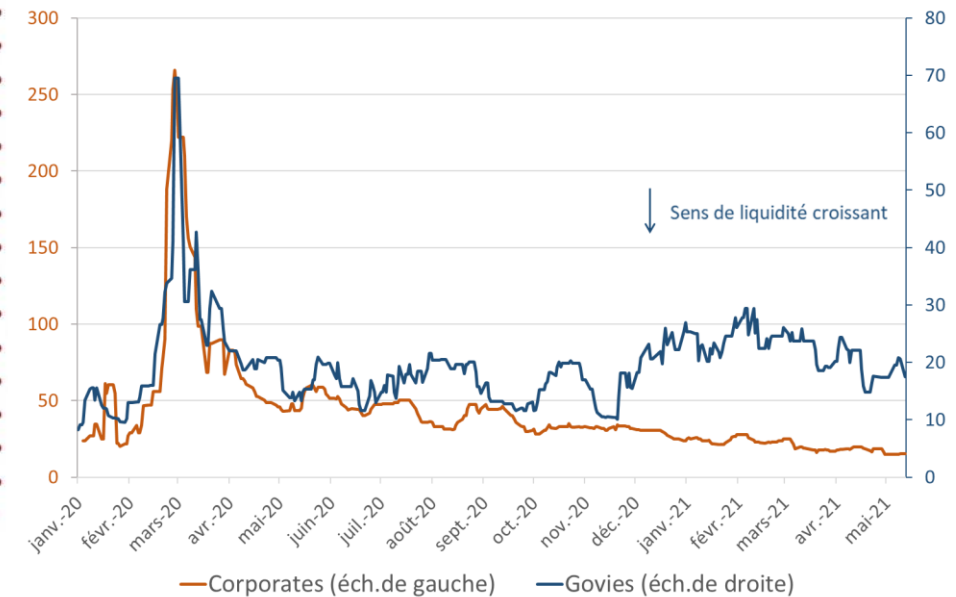
# Une apparente normalisation sur les marchés : liquidité (actions, obligations)

- Retour vers les niveaux pré-crise pour les indicateurs de liquidité sur les actions
- Idem pour les indicateurs de liquidité obligataire (un peu moins bonne toutefois pour les *govies* que pour les *coporate*)

Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite (Euronext, CAC 40, en euros, %)



Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités (en points de base – médiane mobile 10 jours)



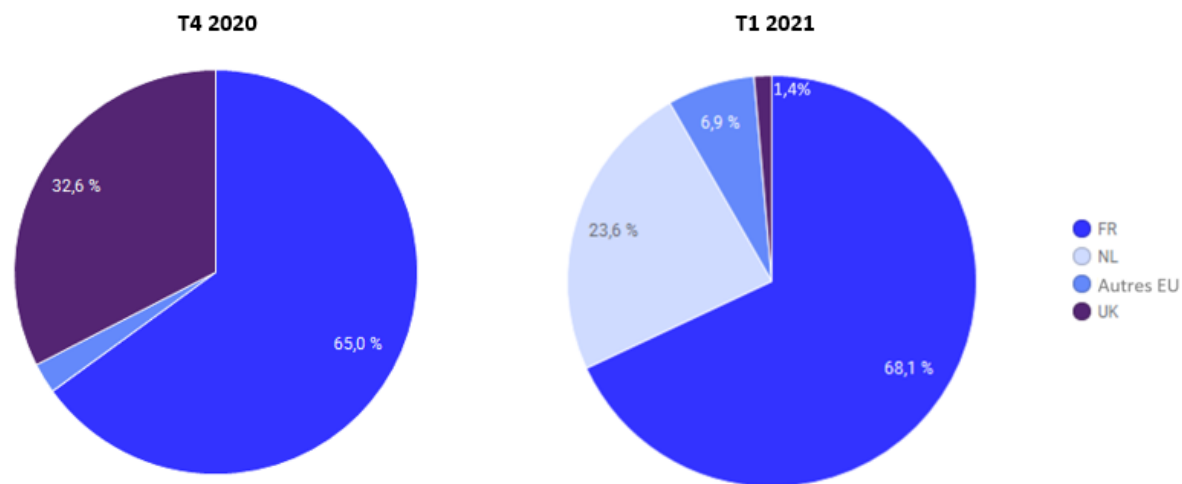
Source : Refinitiv , AMF, reporting des transactions.

# Brexit : le retour des transactions en Europe continentale pour les actions

## Un report du Royaume-Uni vers l'UE

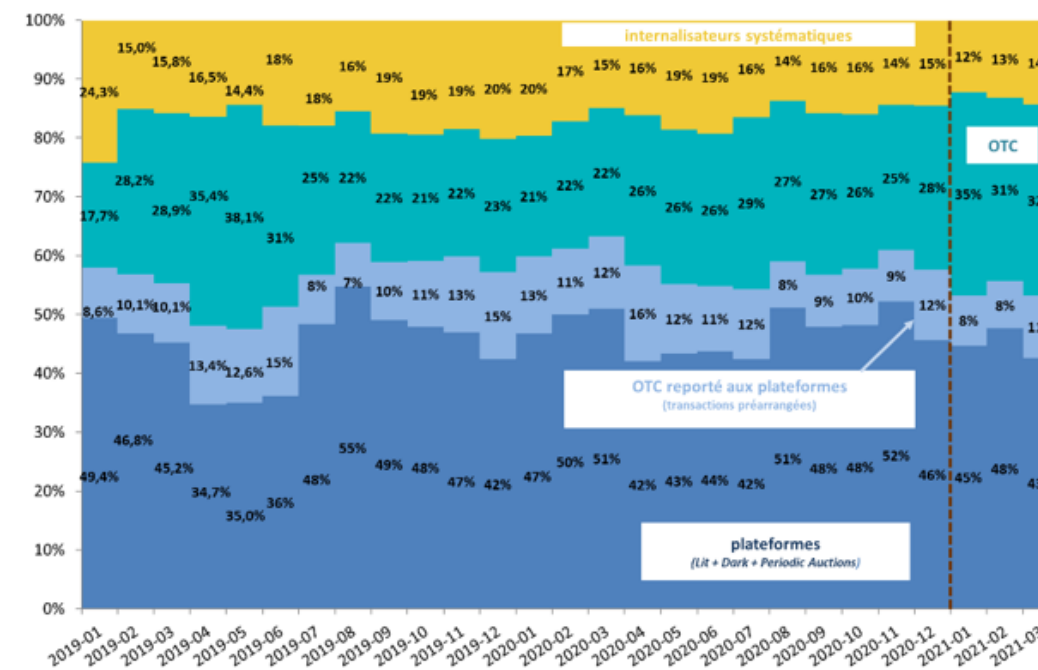
- 67,4 % de transactions hors UE continentale avant le Brexit, 98,6 % après
- Un transfert sans conséquence pour le type de plateforme choisi pour la transaction

**Répartition par pays des plateformes**  
*Sur actions françaises, échanges multilatéraux (carnets lit, dark, periodic auctions)*



Source : Refinitiv MSR, AMF

**Évolution des parts de marché par lieu d'exécution**  
*(marché français, part de marché en montants échangés)*



Source : Refinitiv, titres de compétences françaises

# Brexit : pas de retour en Europe continentale pour la négociation des dérivés

## Un report du Royaume-Uni vers les États-Unis d'une partie de l'activité sur dérivés

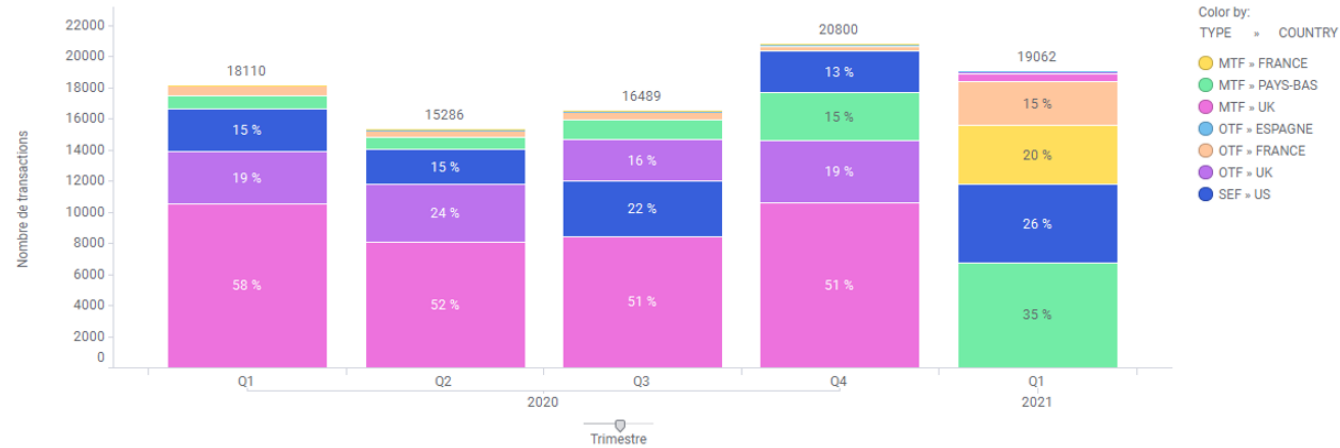
- Conséquence des approches contradictoires imposées par l'Union et le Royaume-Uni en matière de *Derivative Trading Obligation*

## Vers un rapatriement futur de la compensation ?

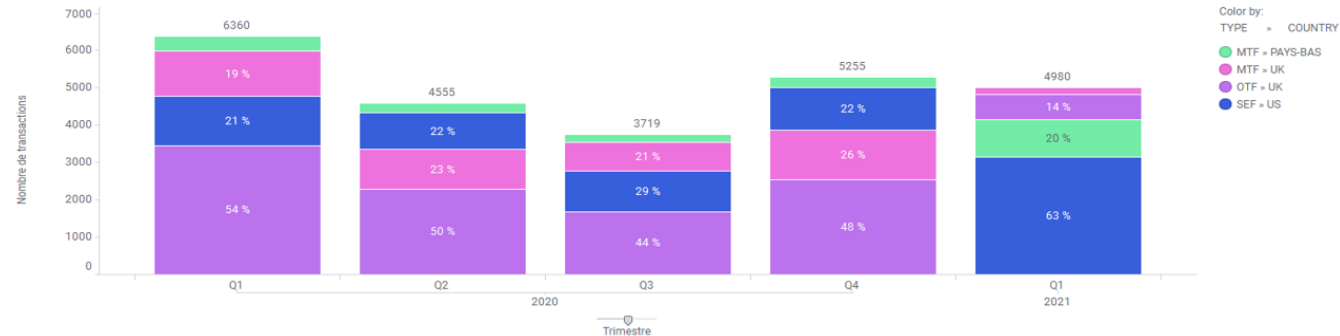
- Risque de divergence du cadre réglementaire % Union européenne (équivalence du cadre réglementaire et reconnaissance par l'ESMA expirant en juin 2022)
- Obligation de rapatrier en Europe si systémique
- Des risques en cas de rapatriement désordonné en Union européenne

## Activité des PSI français sur swaps de taux fixes contre taux variables EUR, GBP ou USD et sur CDS sur indices (nombre de transactions)

Volumes trimestriels swaps de taux fixe contre variable EUR,GBP ou USD



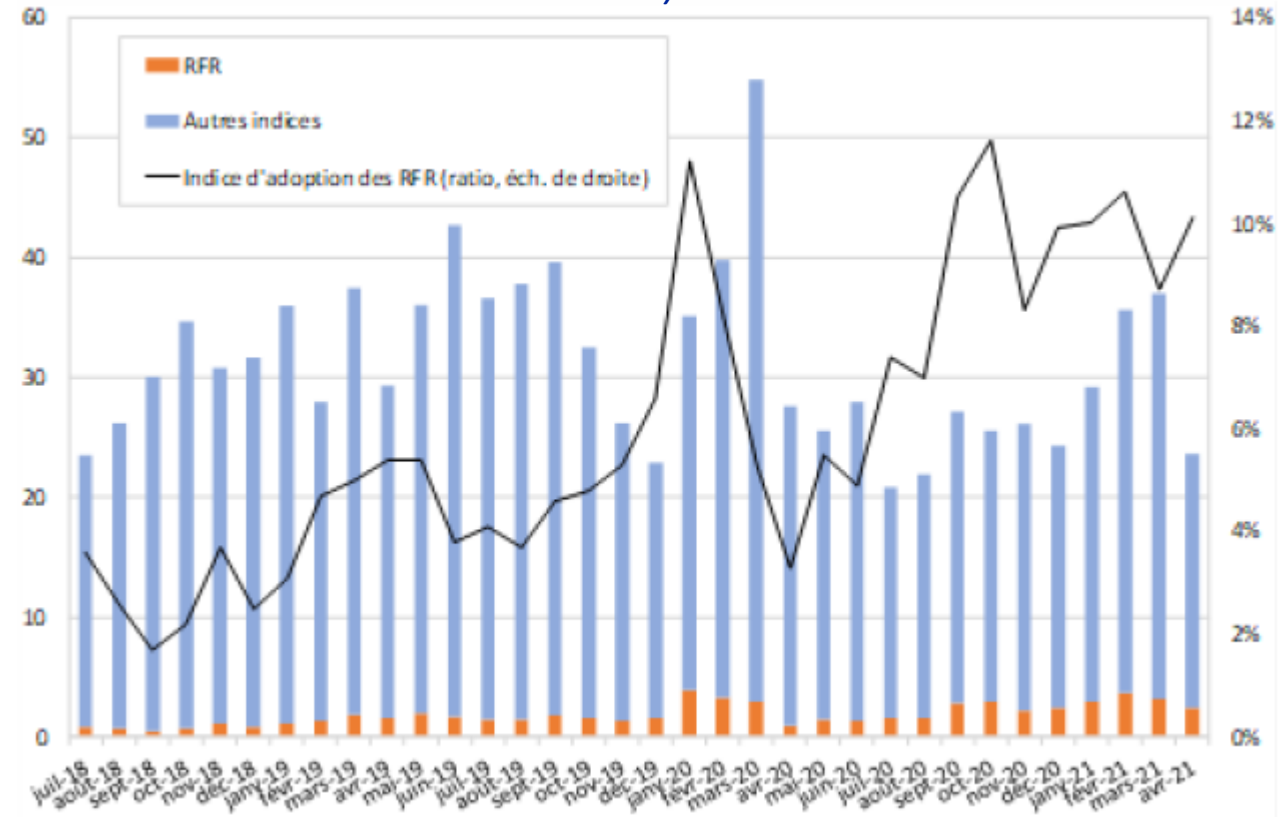
Volumes trimestriels dérivés de crédit sur indices en euros



Source : AMF, reporting des transactions

# Le passage à de nouveaux taux de référence fin 2021 et le risque d'impréparation des acteurs

**Adoption des *Risk Free Rates* par les dérivés de taux d'intérêt**  
*Indice global (milliers de milliards USD ; indice d'adoption : ratio, échelle de droite)*



Source : ISDA – Clarus, AMF

## Le règlement benchmark

- ❑ Désigne les indices critiques (seuils de matérialité, Art. 20)
- ❑ Etablit la conformité des indices (e.g. en fonction de critères de représentativité)
- ❑ La cessation des indices non conformes est initiée par les administrateurs d'indices

# Multiplicité d'événements à surveiller, sans portée systémique pour le moment

## Pannes et ratés sur infrastructures de marché

- ❑ Xetra / Deutsche Börse (avril 2020)
- ❑ Bourse néo-zélandaise (août 2020) / attaque cyber
- ❑ Bourse de Tokyo (octobre 2020)
- ❑ Euronext (octobre 2020)
- ❑ Target 2 (BCE) (octobre 2020)

## Fraudes ou dysfonctionnements de marché

- ❑ Wirecard – fraude et dissimulation
- ❑ Greensill – financement de dette risqué (affacturage inversé)
- ❑ Archegos - incapacité à honorer des appels de marges
- ❑ Gamestop / Robinhood – ventes à découvert



## 4

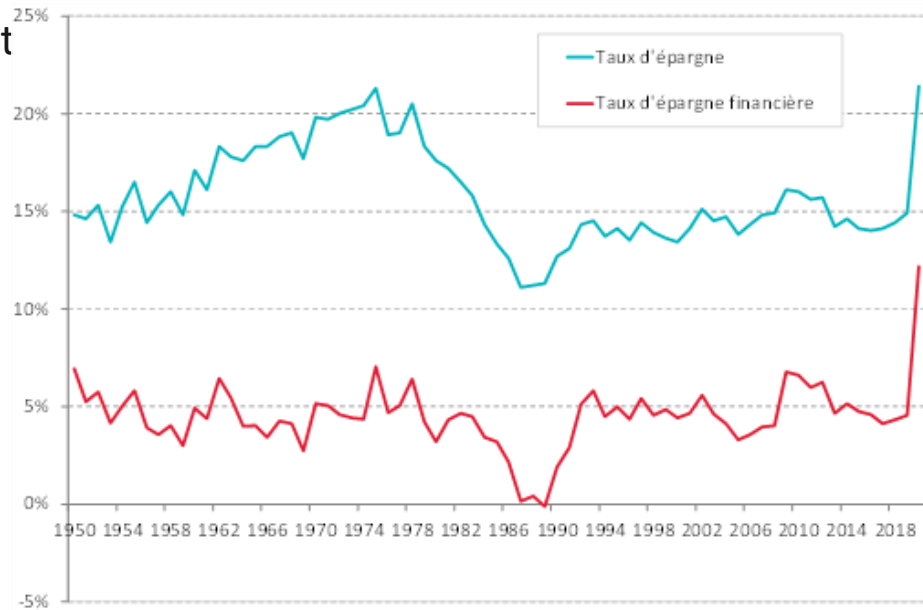
# FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

	Description des risques	Niveau mi-2020	2020-2021	Niveau mi-2021	Perspectives 2022
Financement de l'économie	6. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Remontée des taux d'intérêt Mais hausse attendue des prêts non performants et risque de persistance de taux d'intérêt trop bas remettant en cause les modèles d'affaires Transitions climatique et numérique		→		↘
	7. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Financements assurés pendant la crise Mais limites au financement par la dette Difficultés à orienter les investisseurs vers des produits en capital dans la phase de retournement Difficultés à financer en fonds propres les investissements de long terme (transition climatique)		→		→
	8. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Poursuite des vagues d'arnaques Frontière devenant floue entre jeu et investissement Recherche de rendement dans un contexte où les autorités feraient en sorte que les taux d'intérêt réels resteraient bas		↗		→

# Forte épargne financière des ménages français et investissement record en actions

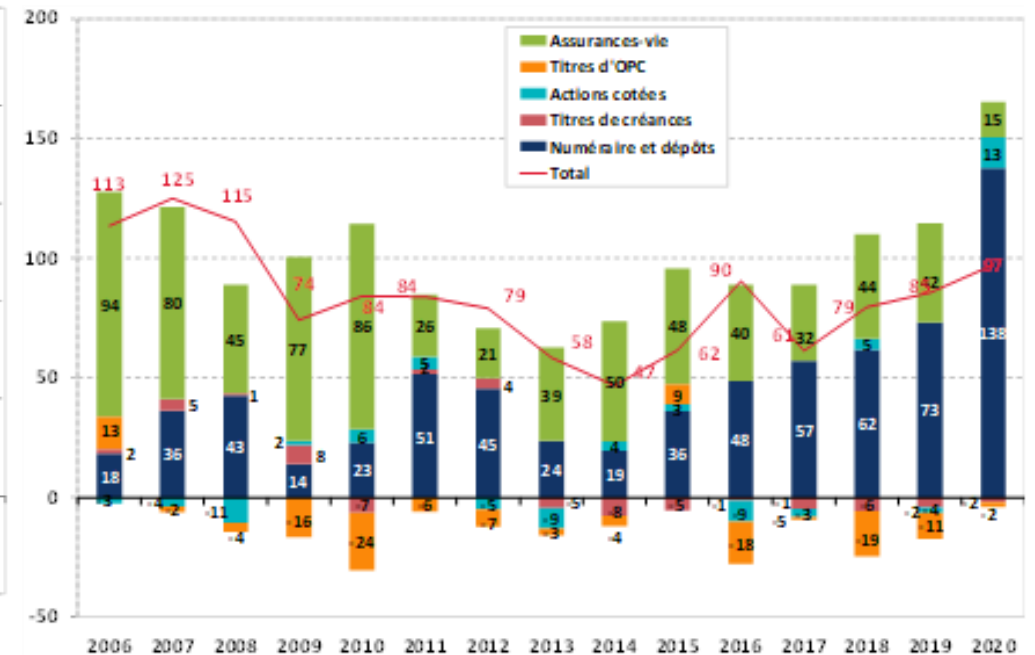
- Un taux d'épargne financière qui a plus que doublé entre 2019 et 2020
- Les flux en numéraire et dépôts à un niveau historique (138 mds d'euros)
- Mais également investissement record en actions cotées
- Un comportement contracyclique favorable sûrement incité par l'accroissement du temps libre
- Toujours le développement d'arnaques

**Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages**  
(en % du revenu disponible brut – RDB)



Source : Insee, Datastream, dernier point = 2020

**Principaux flux de placements financiers nets des ménages\***  
(flux annuels, en milliards d'euros)



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

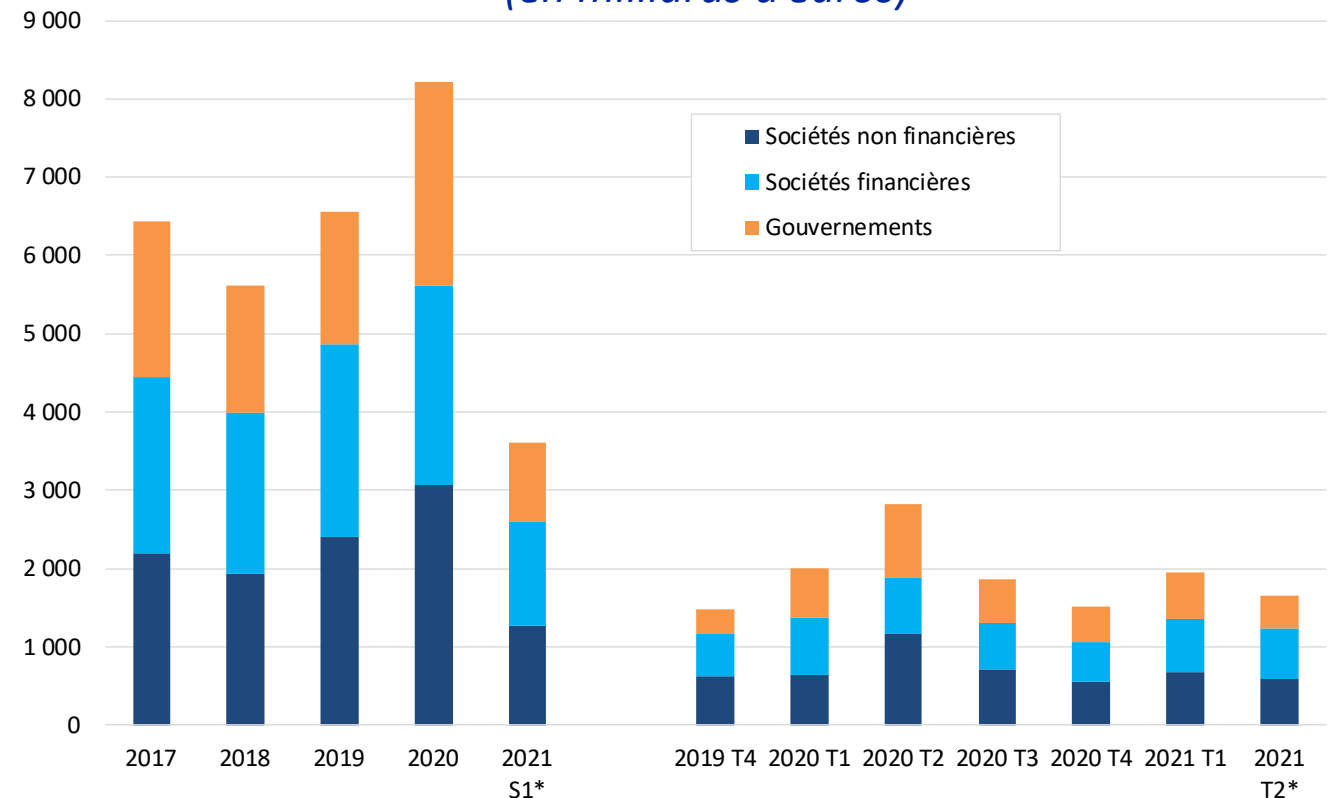


# Un soutien public dans la pandémie créant les conditions d'un recours accru au marché 1/2

## Obligations

- Le maintien des taux d'intérêt à des niveaux faibles a été favorable aux émissions obligataires

Émissions brutes obligataires dans le monde  
(en milliards d'euros)



Source : Bloomberg

\*Données au 15/06/2021

# Un soutien public dans la pandémie créant les conditions d'un recours accru au marché 2/2

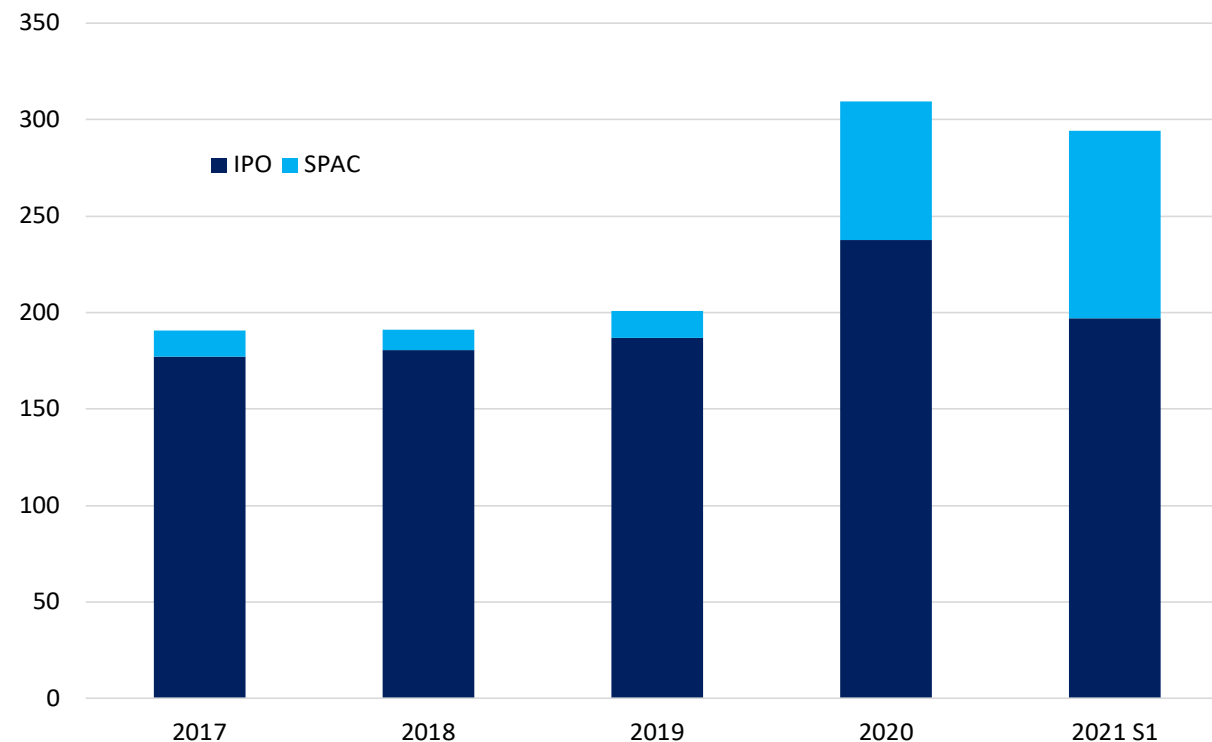
## Actions : un rebond des introductions en bourse, permis par de facteurs favorables

- Valorisations boursières élevées
- Repli de la volatilité boursière

## Des effets visibles à Paris

- Augmentation du nombre d'opérations
- Dynamisme également des émissions secondaires en lien avec la reconstitution des fonds propres chez des entreprises impactées par la crise (Air France) et le financement des opérations de croissance externe (Alstom)

## Introductions en Bourse au niveau mondial (capitaux levés en milliards d'euros)

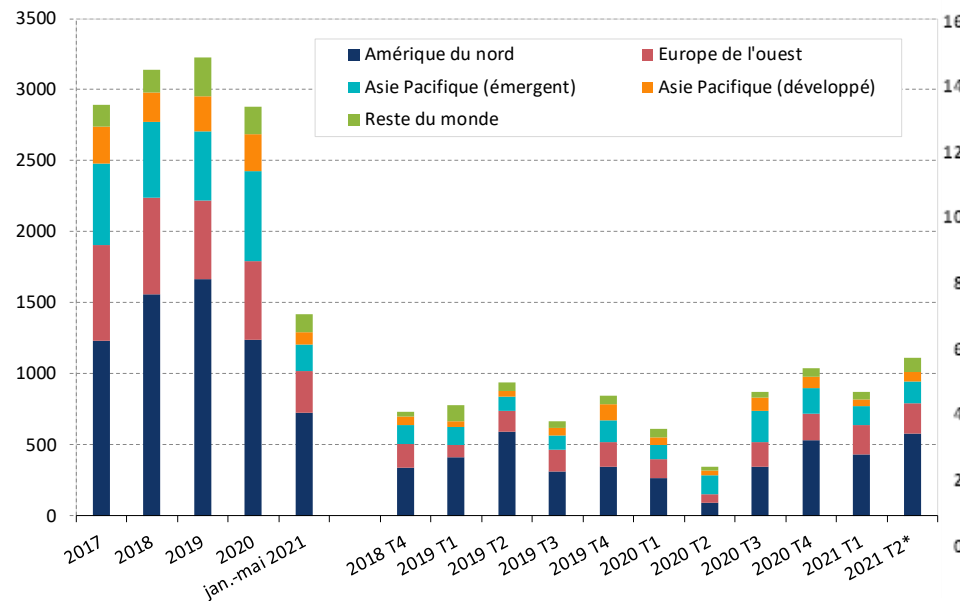


Source : Bloomberg

# SPAC : essor d'un mode de financement visant avant tout les investisseurs institutionnels

- Après Londres, un développement surtout à Amsterdam et Paris
- 3 SPAC cotés en juin à Paris (Accor, Transition, DEE Tech)
- Des structures complexes dans un cadre juridique flexible
- Des structures exposées aux conflits d'intérêt des sponsors, d'où une vigilance importante pour les investisseurs
- Des exigences en matière de prospectus

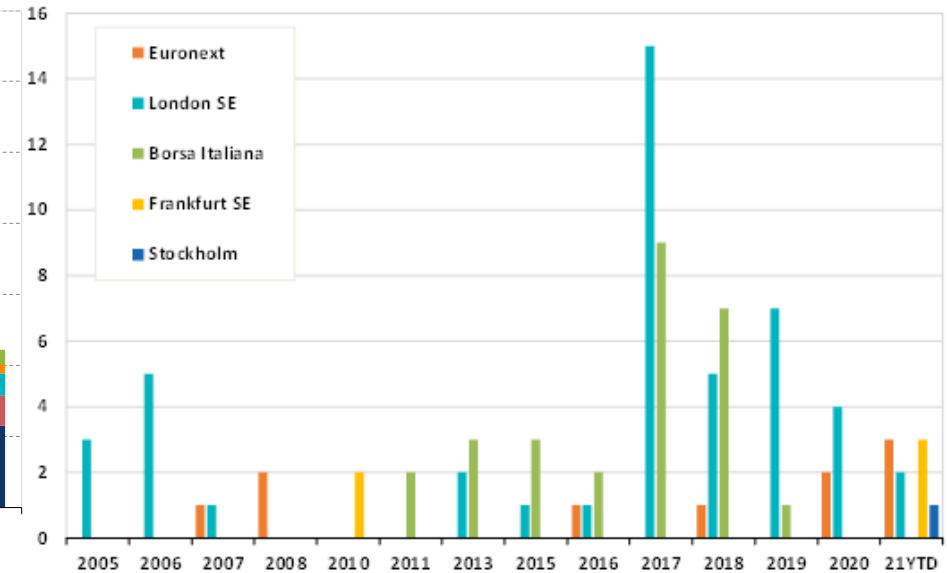
**Montants investis par les SPAC dans le cadre de fusions (milliards d'euros)**



Source : Bloomberg

\*Données à mi-mai 2021

**Historique des cotations de SPAC en Europe par marché (en nombre de SPAC au 07/05/21)**



Source : Dealogic, Euronext

# Orienter l'épargne vers le financement de la transition de l'économie, un défi plus important post COVID

## La pandémie accélère des transitions

- Numérique
- Environnementale

## Ces transitions bousculent les secteurs établis

- Secteurs renforcés devant recruter, investir
- Secteurs fragilisés

## Beaucoup de capital et de travail sont à réallouer d'un secteur à l'autre

- Rôle des marchés financiers
- Difficultés pour les pays dont le marché de l'emploi est peu flexible

## La volatilité sur les marchés actions semble peu refléter ces aléas

# CONCLUSION - SYNTHÈSE 2021-2022

	Description des risques	Niveau mi-2020	2020-2021	Niveau mi-2021	Perspectives 2022
Stabilité financière	1. Relèvement des primes de risque, fragilisant les acteurs endettés ou ayant des actifs dont les prix, ne reflétant pas leurs données fondamentales, pourraient être brutalement corrigés Niveaux de valorisations élevées avec primes de risque très faibles, malgré la permanence d'aléas importants		→		→
	2. Manque de coordination internationale des politiques Désynchronisation des cycles économiques entre grandes zones (Etats-Unis en avance) et au sein de grandes zones (hétérogénéité de la zone euro) Hausse des taux d'intérêt mondiaux sous l'influence de la montée des taux américains Divergence réglementaire, en particulier post Brexit, dans une logique de lutte pour la compétitivité		→		→
	3. Risque de crédit, trajectoires de dette insoutenables, prêts non performants Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 Défauts restant à constater en raison des politiques publiques de soutien les ayant retardés		↗		→
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Volatilité, variations brutales des conditions de la liquidité, mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résistance à la correction en 2020 Soutien des autorités (banques centrales, superviseurs...)		→		→
	5. Fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Résistance à l'épisode de 2020 Mais multiplication des incidents opérationnels même en dehors de toute attaque malfaisante Chambres de compensation britanniques post Brexit : incertitude sur l'équivalence accordée par l'UE		↗		→
Financement de l'économie	6. Profitabilité des institutions financières confrontées à un environnement remettant en cause leur modèle économique Remontée des taux d'intérêt Mais hausse attendue des prêts non performants et risque de persistance de taux d'intérêt trop bas remettant en cause les modèles d'affaires Transitions climatique et numérique		→		↘
	7. Accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Financements assurés pendant la crise Mais limites au financement par la dette Difficultés à orienter les investisseurs vers des produits en capital dans la phase de retournement Difficultés à financer en fonds propres les investissements de long terme (transition climatique)		→		→
	8. Manque de protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Poursuite des vagues d'arnaques Frontière devenant floue entre jeu et investissement Recherche de rendement dans un contexte où les autorités feraient en sorte que les taux d'intérêt réels resteraient bas		↗		→

Niveau du risque mi-2021

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

Variation du risque depuis 2020 ou perspectives 2022

Très élevé	
Élevé	
Significatif	
Faible	

En baisse	↘
Stable	→
En hausse	↗

# SESSION QUESTIONS ET REPONSES