

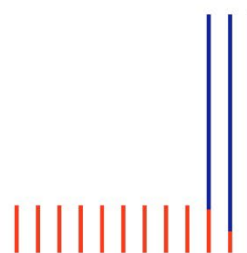


CARTOGRAPHIE

DES MARCHÉS

ET DES RISQUES

2024

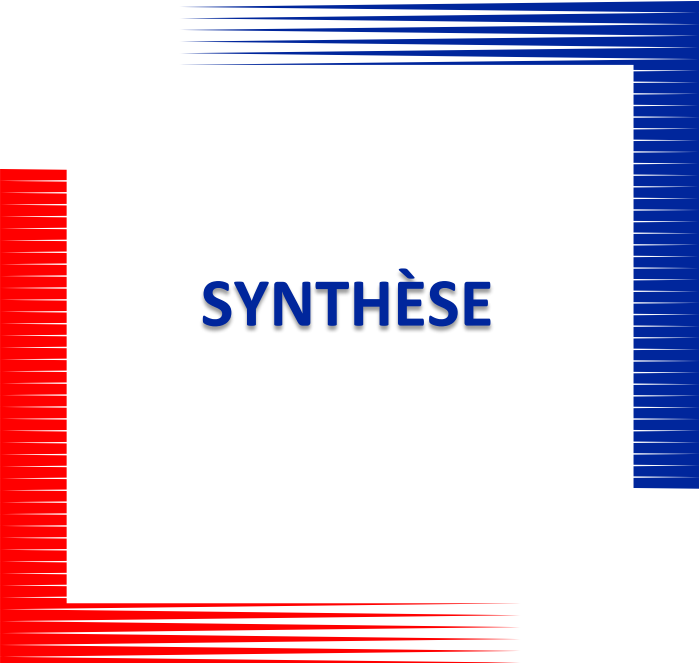


Achévé de rédiger le 7 juin 2024

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

SOMMAIRE

SYNTHÈSE.....	5
1. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE.....	11
SYNTHÈSE.....	12
1.1. LES TENDANCES.....	12
1.2. LES RISQUES	24
2. ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS	31
SYNTHÈSE.....	32
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS.....	32
2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES	38
2.3. MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS	43
2.4. MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES	48
2.5. MARCHÉS DE CRYPTO-ACTIFS	55
2.6. FOCUS INNOVATION : LE DÉVELOPPEMENT DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE DANS L'INDUSTRIE FINANCIÈRE	63
2.7. RISQUES CYBER ET OPERATIONNELS.....	67
3. GESTION D'ACTIFS	71
SYNTHÈSE.....	72
3.1. BILAN DE L'ANNÉE 2023 POUR LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE	72
3.2. RÉPARTITION DU MARCHÉ EN EUROPE	74
3.3. FOCUS SUR LES FONDS FRANÇAIS.....	75
3.4. LE POIDS DE L'INTERMÉDIATION DANS LA DISTRIBUTION DES FONDS FRANÇAIS – FOCUS SUR L'ASSURANCE	86
3.5. UN ENVIRONNEMENT DIFFICILE POUR LES FONDS IMMOBILIERS EN 2023	87
3.6. ADOPTION DES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITÉ PAR LES FONDS FRANÇAIS.....	92
3.7. FINANCE PRIVÉE AU NIVEAU MONDIAL : PERSISTANCE DES RISQUES, ESSOR DES FONDS DE DETTE.....	95
3.8. ETF : POURSUITE DE LA CROISSANCE DU MARCHÉ EUROPÉEN	107
4. ÉPARGNE DES MÉNAGES.....	113
SYNTHÈSE.....	114
4.1. CADRAGE MACRO-FINANCIER.....	114
4.2. ACTIVITÉ DES INVESTISSEURS PARTICULIERS FRANÇAIS EN BOURSE	124
4.3. DIGITALISATION DES SERVICES FINANCIERS	134
4.4. L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE (IA) DANS LES SERVICES D'INVESTISSEMENT PROPOSÉS AUX PARTICULIERS	138
LISTE DES ACRONYMES.....	142
LISTE DES GRAPHIQUES	144
LISTE DES TABLEAUX	147
LISTE DES ENCADRÉS	147



SYNTHÈSE

Comme chaque année, l'analyse des tendances structurelles proposée dans cette édition de la Cartographie des marchés et des risques s'appuie sur les chiffres relatifs à l'année passée (2023) et au début de l'année en cours (2024). La rédaction s'est achevée au 7 juin 2024 et le document ne traite donc ni des développements postérieurs à cette date, ni de leurs conséquences en termes d'analyse de risque.

Les conditions macro-économiques se sont assouplies tandis que les divergences entre l'Europe et les États-Unis s'accroissent

Afin de lutter contre les pressions inflationnistes, les principales banques centrales ont poursuivi en 2023 leur mouvement de resserrement monétaire. Elles ont ainsi opéré plusieurs relèvements de leurs taux directeurs jusqu'en septembre 2023, et ont commencé à réduire la taille de leur bilan. De fait, l'inflation a nettement reflué dans toutes les grandes juridictions et l'impact sur la croissance mondiale s'est avéré limité. Les marchés boursiers n'ont cessé de se montrer optimistes quant aux perspectives d'un atterrissage en douceur de l'économie et d'une possible fin du resserrement monétaire. En conséquence, les conditions de marché se sont globalement assouplies.

L'amélioration globale semble permettre aux banques centrales de mettre fin à la hausse des taux directeurs, même si cette évolution majeure intervient de manière différente selon les zones géographiques. En particulier, le niveau d'inflation en zone euro (2,6 % en mai 2024), proche de la cible des 2 %, a permis à la Banque centrale européenne (BCE) de procéder en juin 2024 à une première diminution de ses taux directeurs de 25 points de base (pb). En revanche, bien qu'en baisse, l'inflation aux États-Unis se maintient à 3,3 % incitant la Réserve fédérale américaine (Fed) à laisser ses taux inchangés à ce stade. Ces divergences se retrouvent dans l'évolution contrastée des rendements des emprunts d'État à long terme depuis le début de l'année 2023 – aux États-Unis, les taux souverains nominaux ont augmenté plus qu'en Europe – ainsi que dans le différentiel de croissance, dont les prévisions ont été revues à la hausse pour les États-Unis à 2,7 % pour 2024 et à la baisse à 0,8 % pour la zone euro, par le FMI.

Les risques politiques et géopolitiques restent forts. Ils pourraient être porteurs de mauvaises surprises pour les marchés financiers et peser sur les conditions macro-économiques

Le contexte international n'a, pour le moment, pas altéré le dynamisme des marchés : les valorisations boursières se sont accrues jusqu'à des niveaux records, alors que la volatilité reste faible et avoisine des plus bas historiques. L'année 2023 a été marquée par un net rebond des principaux indices mondiaux : aux États-Unis, l'indice S&P 500 a progressé de plus de 24 %, et le Nasdaq de plus de 44 % (dividendes réinvestis).

En France, le CAC 40 a augmenté de 20,1 % (dividendes réinvestis). Cette progression s'est poursuivie début 2024, portée par la bonne orientation des bénéfices des sociétés et l'ampleur des rachats d'actions. Le CAC 40 a ainsi franchi la barre symbolique des 8 000 points.

Les marchés primaires obligataires ont également fait preuve de dynamisme malgré le renchérissement des conditions de financement : les émissions ont ainsi progressé de plus de 5 % sur l'ensemble de l'année. Alors qu'elles avaient atteint en 2022 un plus bas sur 15 ans, les émissions d'obligations à haut rendement ont connu, en particulier, un rebond notable de l'ordre de 60 % en 2023. Sur les marchés actions en revanche, le sensible redémarrage des introductions en bourse depuis le début de l'année 2024 (les capitaux levés ont dépassé 11 milliards d'euros, plus que sur l'ensemble de l'année 2023) reste insuffisant pour enrayer l'attrition des cotes observée depuis la crise financière de 2007.

Après la contraction des encours en 2022, la gestion collective a bénéficié d'effets de valorisation, mais a aussi connu un pic de collecte, non loin des records historiques au niveau mondial (2 130 milliards d'euros d'après l'EFAMA). En France, la collecte a été positive pour les fonds monétaires (45 milliards d'euros) et obligataires (10 milliards) mais négative pour les fonds actions (24 milliards d'euros de décollecte). Les marchés de crypto-actifs ne sont pas en reste : après une année 2023 marquée par les stigmates du « *crypto winter* », le cours du Bitcoin a dépassé les 70 000 dollars, soit une progression de plus de 60 % depuis le début d'année, sans doute soutenue par l'approbation par la SEC des premiers fonds indiciels bitcoin au comptant en janvier 2024.

Cependant, les tensions géopolitiques restent fortes, alimentées par des conflits armés dans plusieurs régions du monde (Ukraine, Moyen-Orient, etc.) et les fortes tensions commerciales avec la Chine. D'autre part, le calendrier

électoral est chargé avec, notamment, des scrutins récents (élections européennes, Inde) et à venir en France, au Royaume-Uni et aux États-Unis.

De plus, la sensibilité des marchés aux « mauvaises nouvelles » semble s'être accrue et la matérialité des ajustements pourrait être d'autant plus grande, en Europe, que les primes de risque sur les marchés actions apparaissent très faibles, signe que les intervenants sur les marchés ne perçoivent pas ces risques comme très prégnants. L'hétérogénéité est importante entre grandes et petites entreprises mais aussi entre secteurs : en Europe, les valeurs cycliques ont enregistré des surperformances significatives par rapport aux valeurs défensives, reflétant des anticipations de reprise économique optimistes qui pourraient être contrariées.

Une période prolongée de taux d'intérêt élevés pourrait être source de difficultés de financement pour les agents économiques et augmenter le risque de crédit

La fin de la hausse des taux est un fait majeur. Pour autant, le rythme et l'ampleur du phénomène restent incertains et un scénario de taux durablement élevés pourrait prévaloir. Les coûts de financement resteront vraisemblablement élevés, et pèseront particulièrement sur les entreprises dont une partie significative de la dette obligataire arrivera à échéance d'ici à fin 2026. À ce stade, les conditions sur les marchés de la dette d'entreprise restent, néanmoins, favorables : la liquidité se maintient à un bon niveau historique et reflète notamment la très bonne tenue du marché primaire. Initié en octobre 2023, le resserrement des primes de risque des émetteurs les moins bien notés se poursuit, témoignant d'une hausse de l'appétit pour le risque des investisseurs. Toutefois, si l'agence de notation S&P estime que le taux de défaut des titres de la catégorie spéculative, après une hausse quasi-continue depuis deux ans à 4,1 % en avril 2024, devrait se stabiliser à 3,75 % en mars 2025, elle envisage qu'il puisse atteindre 5 % en cas de croissance très modeste ou de récession, et de maintien prolongé des taux d'intérêt aux niveaux actuels. De plus, les délais de paiement ont continué de s'allonger en 2023 dans toutes les zones géographiques, accroissant le risque de trésorerie, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (PME) et les très petites entreprises (TPE), pour lesquelles ils constituent un important facteur de fragilité. S'ils commencent à s'éroder, les niveaux actuels de leur trésorerie restent néanmoins supérieurs à ceux d'avant la crise Covid et le taux de marge des PME françaises a globalement résisté malgré le ralentissement de l'activité¹.

Les taux élevés pèsent également sur le secteur de l'immobilier commercial. En 2023, les hausses de taux opérées, combinées aux difficultés structurelles liées au développement du télétravail, ont contribué à une baisse des prix et à une raréfaction des transactions. Le coût de la dette pour les acteurs du secteur a, dans le même temps, été considérablement renchéri. Si la décollecte ne soulève pas d'inquiétude en termes de stabilité financière, les fonds immobiliers français ont connu une baisse d'encours de plus de 12 milliards soit 6 % des 206 milliards d'euros d'encours affichés fin 2022.

Dans un tel contexte de taux, le développement de la finance privée (fonds de *private equity* et fonds de dette privée) suscite des interrogations. L'encours mondial des fonds de *private equity* atteint 13 100 milliards de dollars, tiré par la croissance des fonds de LBO (et *Growth*), de dette et d'infrastructures. Aux États-Unis et en Europe, près 300 milliards de dette de LBO seront à refinancer en 2025 et 2026, alors que l'investissement, et plus encore les sorties en capital des fonds, ont significativement baissé. Les fonds de dette privée connaissent aussi une évolution très dynamique, avec un encours dépassant 2 100 milliards de dollars au niveau mondial. Si les encours et les risques restent contenus à ce stade, en particulier en Europe, le levier est, dans une partie du secteur, significatif. D'autre part, la valorisation des actifs des fonds est un exercice difficile reposant sur de nombreuses hypothèses et appréciations d'experts : elle pourrait donc faire l'objet de révisions substantielles. Enfin, ce segment entretient des interconnexions importantes avec les secteurs bancaire et de l'assurance.

En réponse aux risques émanant du secteur de la gestion d'actifs mis en lumière ces dernières années (risque de liquidité et risque de levier), différents travaux ont été lancés, afin d'identifier et d'analyser les axes de renforcement de la résilience : le Conseil de stabilité financière (FSB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) ont notamment revu récemment leurs recommandations sur la gestion de la liquidité dans les fonds ouverts et sur les fonds monétaires. Ces recommandations ont déjà été en partie reflétées, en Europe, dans les révisions des directives AIFM et OPCVM. En France, l'adoption des outils de gestion de la

¹ Banque de France, Rapport sur la stabilité financière - Juin 2024

liquidité, qui permettent de limiter le risque de cessions forcées à prix décotés et d'assurer le traitement équitable des porteurs de parts, s'est substantiellement améliorée en 2023, avant même l'entrée en application de ces nouvelles exigences. Les travaux internationaux se poursuivent et devraient notamment permettre d'améliorer le suivi du levier des acteurs financiers non-bancaires (en particulier les fonds d'investissement, les assurances et les fonds de pension). Ces éléments devront être pris en compte dans les réflexions sur la mise en œuvre d'un cadre macroprudentiel pour le secteur non bancaire, lancées par la Commission européenne début 2024.

Un regain de l'appétence au risque des investisseurs particuliers, favorisé par une digitalisation croissante, qui augmente aussi le potentiel d'arnaques

La hausse des taux d'intérêt et l'inflation ont fait évoluer les attentes des épargnants en matière de placements financiers : si la crise du Covid avait accentué la préférence pour les dépôts bancaires, la phase d'inflation et de hausse des taux d'intérêt qui s'est ensuivie a réorienté l'épargne des ménages des dépôts à vue vers les comptes sur livret. Parallèlement, concernant les actifs risqués, on note un intérêt croissant pour les placements en titres de dettes là où l'on observait des retraits depuis 2007.

L'activité en bourse des particuliers se maintient à des niveaux supérieurs à ceux observés avant la crise Covid et se caractérise par une tendance récente favorable aux ETF et aux *néo-brokers*. Ce phénomène est observé en particulier chez les jeunes, avec de nouveaux risques liés aux phénomènes de *gamification* et de *copy trading*, et ce d'autant plus qu'il s'agit d'une population moins expérimentée et susceptible de surestimer ses compétences en finance².

Le développement continu d'une offre de produits complexes et de *trading*, le recours croissant à l'intelligence artificielle et l'influence de plus en plus forte des réseaux sociaux, devraient continuer à favoriser ces évolutions. Une nouvelle loi promulguée en 2023, ainsi qu'un code de bonne conduite, et la mise en place d'un certificat de l'influence responsable dans la finance en France, visent d'ores et déjà à encadrer l'activité des « fininfluenceurs ».

De plus, l'intérêt des investisseurs se tourne de plus en plus vers les crypto-actifs (9% des Français en détiennent, alors qu'ils ne sont que 7% à détenir des actions cotées en direct). Ceux-ci constituent le « produit financier » le plus fréquemment détenu par les nouveaux investisseurs (54 % d'entre eux). Le nombre de réclamations reçues et le nombre de litiges sont en nette hausse et portent désormais principalement sur les crypto-actifs.

Les risques cyber se matérialisent avec une nette augmentation du nombre d'attaques et des pertes associées

Le nombre de cyberattaques a globalement augmenté dans le monde, et l'industrie financière compte pour environ 15 % des attaques répertoriées par le *Center for international and security studies at Maryland (CISSM)*³. A ceci s'ajoute l'augmentation du montant des pertes extrêmes.

Bien qu'aucun incident d'ordre systémique ne soit intervenu à ce jour, le potentiel de contagion dans le cas de la paralysie d'un acteur d'importance majeure sur un marché est préoccupant. La filiale américaine de la banque chinoise ICBC Financial Service, victime d'une attaque de type « rançongiciel » début novembre 2023, en est une illustration, même si le choc a pu être contenu, avec des répercussions mineures sur les marchés des *Treasuries* américains et du *repo* où elle opérait. L'émergence de l'intelligence artificielle concourt également aux développements d'attaques plus complexes et sur un nombre plus important d'acteurs.

L'entrée en vigueur en 2025 de la directive sur la résilience opérationnelle numérique (*Digital Operational Resilience Act*, DORA) va doter l'Union européenne des outils de gestion des risques spécifiques à la digitalisation des services financiers et aux interconnexions sur un large panel d'acteurs. Ainsi, les règles définies s'appliqueront aux acteurs financiers mais aussi aux entreprises tierces leur fournissant des services informatiques considérés comme critiques, et qui représentent, elles aussi, des cibles potentielles de cyberattaques.

² OCDE (2023). Les nouveaux investisseurs en France : attitudes, connaissances et comportements : <https://www.oecd.org/fr/daf/fin/education-financiere/new-retail-investors-in-france-fr.pdf>

³ Harry, C., & Gallagher, N. (2018). Classifying cyber events. *Journal of Information Warfare*, 17(3), 17-31.

Les investissements restent insuffisants en Europe, notamment en faveur de la transition climatique

Les investissements dans les domaines stratégiques pour la croissance (notamment l'éducation et les nouvelles technologies), la défense et la lutte contre le réchauffement climatique, restent insuffisants, notamment en Europe. Dans le cas du financement de la transition énergétique, le financement par le marché a connu un ralentissement sensible : en 2023 les émissions durables se sont élevées à 300 milliards d'euros, soit une baisse de 15 % par rapport à 2022. Même s'il repart début 2024, il reste très en deçà des besoins estimés. En effet, la Commission européenne a chiffré les investissements à 620 milliards d'euros par an, auxquels s'ajoutent 125 milliards d'euros pour la transformation numérique. Dans ce contexte, l'Union des marchés de capitaux devrait jouer un rôle clé, par sa vocation à mobiliser, encourager et orienter des financements de long de terme plus importants.

Synthèse des risques :

	Description des risques	Niveau mi- 2023	Perspectives 2024	Niveau mi- 2024	Perspectives 2025
Stabilité financière	1. Risque de correction sur les marchés boursiers Risques politiques et géopolitiques importants Niveaux des valorisations boursières à leurs plus hauts historiques Volatilité et primes de risque très faibles		↗		↗
	2. Risque lié à l'adaptation au nouvel environnement de taux Impact sur l'ensemble des acteurs du système financier : - divergences entre les États-Unis et l'Europe - impact sur le secteur immobilier (immobilier commercial en particulier) et la finance privée		↗		→
	3. Risques de crédit, de refinancement, et de soutenabilité de la charge de la dette Accroissement de la dette tant privée que publique du fait de la crise COVID19 et des impacts de la crise ukrainienne (bouclier tarifaire) Hausse des coûts de financement Vigilance sur les entreprises spéculatives et/ou de petite taille fragilisées		↗		→
Organisation et fonctionnement des marchés	4. Risque d'augmentation de la volatilité, de variations brutales des conditions de la liquidité, de mouvements de grande ampleur des investisseurs d'une classe d'actifs à l'autre Résilience des marchés en 2023-début 2024 Expositions aux surprises négatives : - tensions géopolitiques et politiques croissantes - volatilité et primes de risque très basses		↗		→
	5. Risque sur le fonctionnement des infrastructures de marché et post-marché Risque cyber élevé avec un nombre d'attaques qui augmente (rôle potentiel de l'intelligence artificielle) Accalmie sur les marchés de matières premières réduisant la pression sur le niveau des marges Passage au T+1		→		↗
Financement de l'économie	6. Risque sur la rentabilité des institutions financières confrontées à un environnement contrasté Croissance de la gestion collective avec une collecte positive en 2023 (hors fonds actions) Remontée des taux d'intérêt entraînant un risque de défaut des entreprises (notamment les plus fragiles) Risque immobilier - retournement du marché immobilier, notamment commercial, raréfaction des transactions, difficultés de valorisation, augmentation des rachats sur les fonds immobiliers		→		→
	7. Risque d'accès difficile des entreprises, et notamment des PME, aux financements Marchés primaires obligataires dynamiques en 2023 Une partie significative de la dette obligataire arrivera à échéance d'ici à fin 2026 (risque de refinancement) Les délais de paiement continuent de s'allonger Des difficultés croissantes pour le remboursement des prêts garantis par l'État (PGE)		↗		→
	8. Risque de financement de la transition énergétique Difficultés à financer en fonds propres les investissements de long terme (transition climatique) Difficultés exacerbées par la hausse des taux et les contraintes budgétaires accrues		↗		→
	9. Risque lié à la protection des épargnants en cas de mauvaise information sur les risques associés à certains placements ou certains canaux de distribution Appétit pour le risque en hausse Augmentation de l'activité sur les crypto-actifs Poursuite des vagues d'arnaques Frontière devenant floue entre jeu et investissement Impact croissant des réseaux sociaux et de l'intelligence artificielle Encadrement des « fininfluenceurs » en France		→		→

EN BLEU : principales informations nouvelles amendant le diagnostic

Très élevé		En hausse	↗
Élevé		Stable	→
Significatif		En baisse	↘
Faible			



FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE

SYNTHÈSE

L'environnement macro-financier a fait preuve de résilience. L'activité mondiale a résisté et les pressions inflationnistes se sont atténuées de manière plus forte et rapide qu'attendu, conduisant les valorisations boursières vers de nouveaux records historiques au printemps 2024. Sur les marchés primaires, les émissions obligataires sont restées dynamiques malgré le renchérissement des conditions de financement. En revanche, sur les marchés d'actions, la situation est plus mitigée et le sensible redémarrage des introductions en bourse depuis le début de l'année reste insuffisant pour enrayer l'attrition des cotes observée depuis l'éclatement de la crise des *subprimes*.

Les risques demeurent globalement à un niveau élevé. Les risques politiques et géopolitiques sont particulièrement élevés. Plusieurs conflits sont en cours dans différentes régions du monde avec des risques d'escalade importants. De plus, 2024 est la plus grande année électorale de l'histoire : près de la moitié de la population est appelée à voter, avec en point d'orgue les élections présidentielles américaines en fin d'année.

La baisse de l'inflation a permis aux principales banques centrales de mettre fin à l'augmentation des taux. Toutefois, la persistance de tensions inflationnistes pourrait limiter les baisses de taux ou en ralentir le rythme et créer des différences entre zones géographiques accentuant les divergences entre l'Europe et les États-Unis. Elle pourrait également avoir des conséquences économiques et financières défavorables. En particulier, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux durablement élevés pourrait peser sur les demandes intérieures et la croissance, et les conditions de financement des agents économiques.

Enfin, les investissements dans les domaines stratégiques pour la croissance, l'éducation et les nouvelles technologies, ainsi que dans la défense et la lutte contre le réchauffement climatique, restent insuffisants en Europe. Dans ce contexte, l'Union des marchés de capitaux devrait avoir un rôle clé à jouer par sa vocation à mobiliser, encourager et orienter des financements de long terme plus importants.

1.1. LES TENDANCES

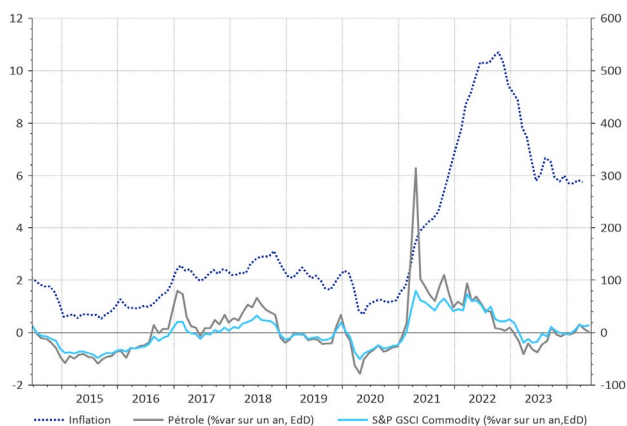
1.1.1. Une divergence des cycles économiques et financiers de part et d'autre de l'Atlantique

□ La désinflation rapide a permis à la BCE de procéder à une première baisse des taux en juin 2024

En 2023, malgré leur atténuation notable et plus rapide qu'initialement anticipée, la persistance de tensions inflationnistes a conduit les principales banques centrales des pays industrialisés à poursuivre leur politique de normalisation monétaire (Graphique 1 et Graphique 2). Elles ont ainsi opéré plusieurs nouveaux relèvements de leurs taux directeurs au cours du premier semestre 2023 et ont confirmé la réduction de la taille de leur bilan, celle-ci étant particulièrement marquée dans des pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni ou la Suède. Dans la zone euro, le bilan annuel consolidé de l'Eurosystème a diminué de 12 % en 2023, du fait notamment du remboursement du troisième volet des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO III) et, dans une moindre mesure, de la baisse des actifs détenus à des fins de politique monétaire. Autre fait notable, la Banque du Japon (BoJ) a mis fin en mars 2024 à sa politique de taux d'intérêt négatifs (portés à 0,1 %) et de contrôle des taux d'intérêt⁴. Elle a également commencé de réduire ses achats de titres de dette d'entreprise et arrêté ses opérations de rachat d'ETF et de fonds immobiliers cotés (J-REITs).

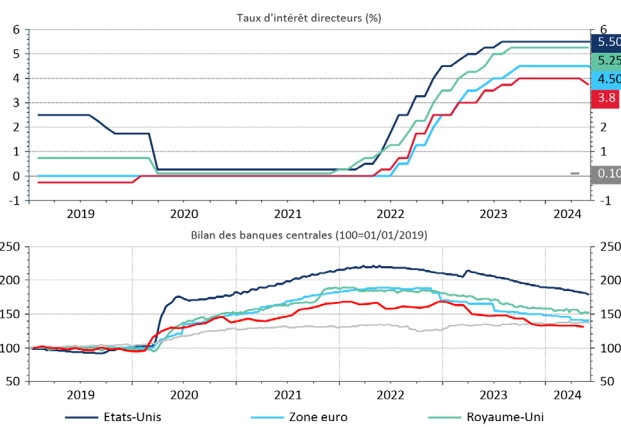
⁴ Décidée en 2016, cette politique visait à maîtriser le niveau des taux à long terme afin de maintenir une courbe des taux suffisamment pentue pour atténuer l'impact de taux directeurs négatifs sur le secteur financier.

Graphique 1 : Inflation dans l'OCDE et évolution des prix des matières premières



Source : Refinitiv Datastream
Données au 07/06/2024

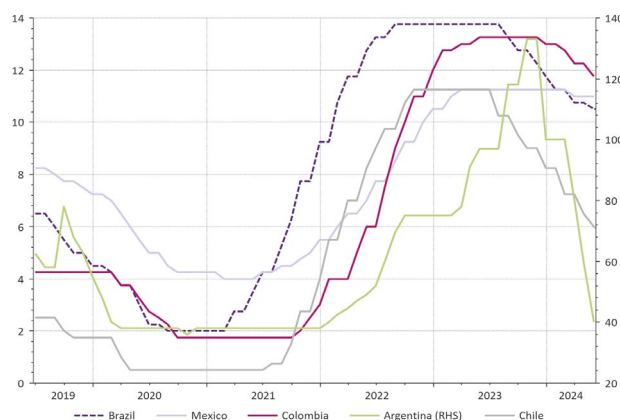
Graphique 2 : Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Dans certains pays émergents, le recul de l'inflation a permis aux banques centrales d'abaisser leurs taux directeurs. C'est essentiellement le cas des pays d'Amérique latine. Partout il a permis de mettre fin au mouvement de hausse des taux directeurs initié en 2022.

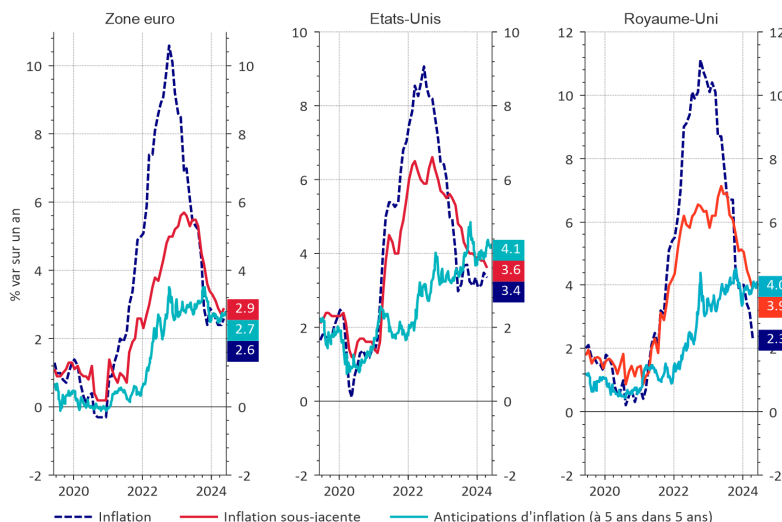
Graphique 3 : Évolution des taux directeurs de banques centrales dans les pays d'Amérique latine (en %)



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Depuis le début de 2024, le mouvement de désinflation semble marquer le pas, notamment aux États-Unis, où la croissance demeure robuste malgré un ralentissement de l'activité plus important qu'attendu, sans remettre en cause l'arrêt des hausses de taux. Cela a conduit la Réserve fédérale américaine (Fed) à communiquer en mai sur un report dans le temps d'une baisse de ses taux directeurs et a entraîné un rebond des anticipations d'inflation sur les marchés (Graphique 4). En revanche, le niveau d'inflation en zone euro (2,6 % en mai 2024), plus proche de la cible de la banque centrale (2 % sur le moyen terme), a permis à la BCE de procéder en juin 2024 à une première diminution de ses taux directeurs de 25 points de base (pb).

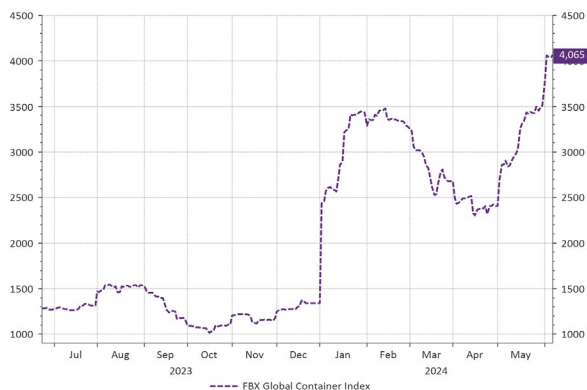
Graphique 4 : Inflation aux États-Unis et en Europe



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : Mai 2024

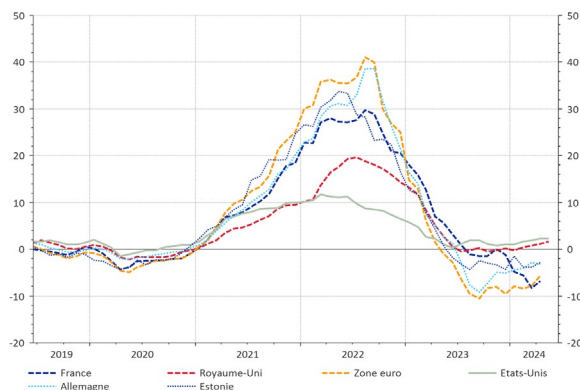
Plusieurs facteurs pourraient concourir à maintenir l'inflation à des niveaux supérieurs aux cibles des banques centrales pour une durée plus longue qu'initialement anticipé. Tout d'abord, les prix des matières premières, notamment des produits pétroliers, sont à nouveau orientés à la hausse du fait de la prolongation de l'accord de réduction de la production de brut par les pays membres de l'OPEP, alors que les dispositifs de soutien tarifaire nationaux apportés aux ménages sont peu à peu levés. Par ailleurs, si les difficultés d'approvisionnement ont continué de diminuer dans l'industrie – à l'exception du secteur automobile –, les tensions géopolitiques au Proche et Moyen Orient ont accentué les problèmes de transport maritime en Mer Rouge, contribuant à un renchérissement important du fret, ce qui pourrait à terme peser de nouveau sur les coûts de production (Graphique 5 et Graphique 6). Enfin, la hausse des prix dans le secteur des services demeure soutenue. Pour autant, il convient de rappeler que, selon les projections de la BCE, l'inflation zone euro devrait s'établir à 2,2 % en 2025 puis 1,9 % en 2026 et revenir ainsi vers sa cible.

Graphique 5 : Prix du fret maritime



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

**Graphique 6 : Évolution des coûts de production
(var sur un an, %)**



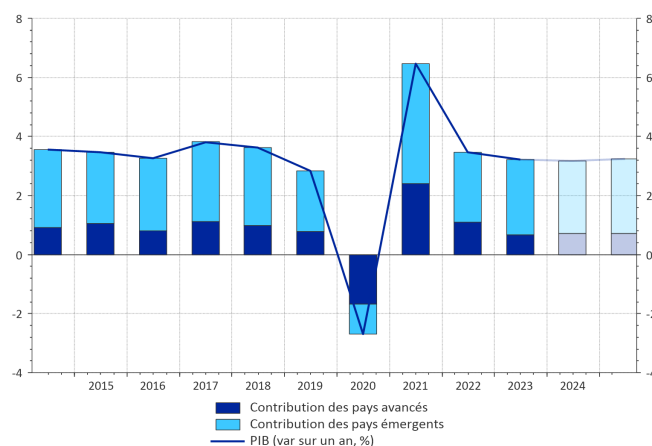
Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : Avril/Mai 2024

Dans ce contexte, la Chine qui, à l'inverse, connaît des pressions déflationnistes, fait figure d'exception. Cette tendance s'explique pour l'essentiel par la faiblesse de la consommation des ménages et par le fait que l'économie chinoise a été épargnée par le choc sur les prix énergétiques : le maintien des relations avec l'Iran et la Russie, qui font l'objet de sanctions occidentales, lui a en effet permis de profiter d'un approvisionnement à faible coût.

□ L'activité en Europe a stagné en 2023 alors qu'elle est restée très robuste aux États-Unis

L'activité économique mondiale est restée résiliente en 2023 et sur les premiers mois de 2024. Selon les prévisions du FMI et de l'OCDE⁵, elle pourrait progresser de 3 % en 2024, niveau comparable à celui atteint en 2023 (Graphique 7). Pour autant, les divergences entre zones géographiques se sont accentuées.

Graphique 7 : Croissance de l'économie mondiale (en %) et décomposition

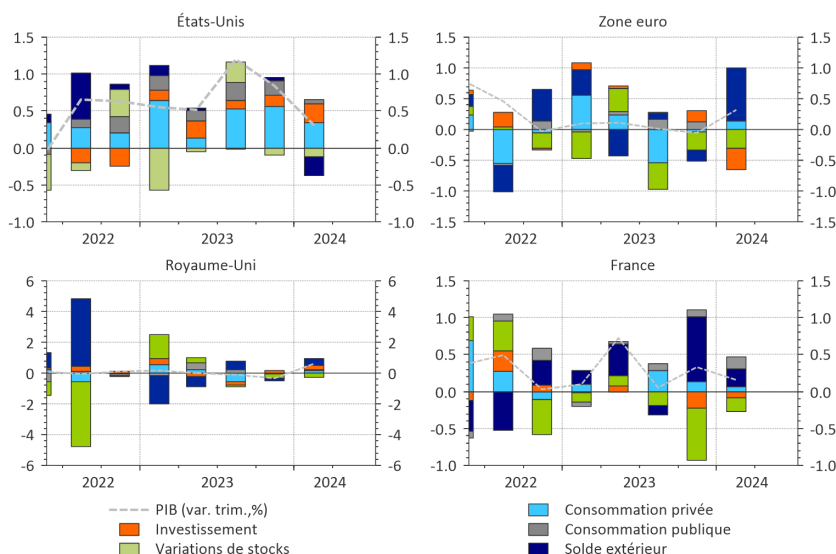


Source : FMI, Refinitiv Datastream

En Europe, la croissance est globalement apparue très modeste en 2023, sauf dans les pays d'Europe du sud comme l'Italie et, dans une moindre mesure, l'Espagne. L'inflation, liée à la crise énergétique, et les effets du resserrement monétaire opéré par les banques centrales, ont pesé sur les demandes intérieures, notamment en Allemagne et au Royaume-Uni. Peu affectée par la crise énergétique, l'activité est restée à l'inverse très dynamique aux États-Unis, où les effets de la politique monétaire restrictive ont été par ailleurs atténués par une politique budgétaire expansionniste. La dynamique des salaires a constitué un puissant soutien à la consommation des ménages, qui ont aussi fait usage de l'épargne contrainte accumulée pendant la crise du Covid. Enfin, la croissance économique est restée soutenue dans les grandes économies émergentes. Malgré un rebond post-crise sanitaire inférieur aux attentes, du fait de la crise immobilière et la faiblesse de la demande intérieure, l'activité a accéléré en Chine en 2023 et sur les premiers mois de 2024, mais reste sur des sentiers de croissance en deçà de ceux prévalant avant la pandémie.

⁵ Perspectives de l'économie mondiale (Avril 2024) et Perspectives économiques de l'OCDE (Mai 2024).

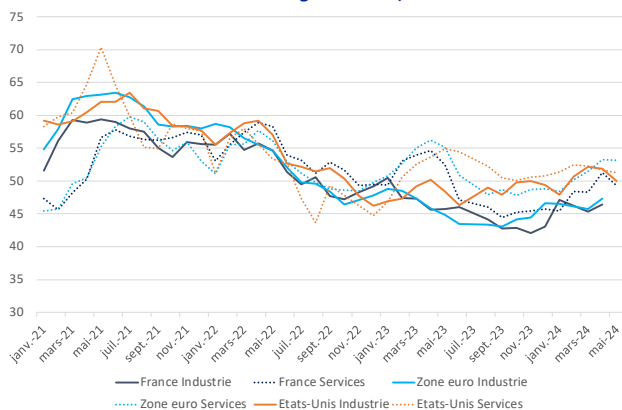
Graphique 8 : Contribution à la croissance économique en Europe et aux États-Unis



Source : Refinitiv Datastream

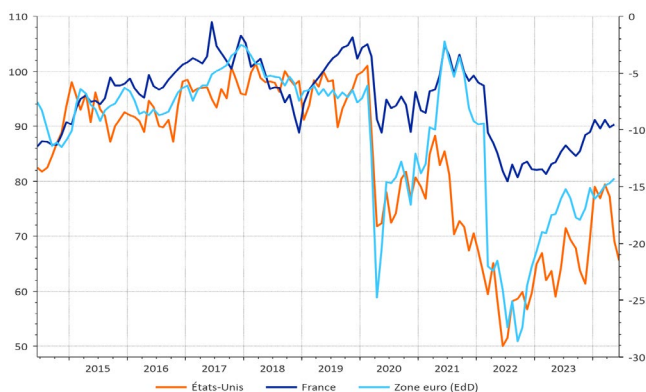
Depuis le début de l'année 2024, un sensible raffermissement de l'activité européenne est toutefois perceptible, notamment dans le secteur des services (Graphique 9) et la confiance des ménages s'est améliorée même si elle reste en deçà des tendances de long terme (Graphique 10). La fin de la politique de resserrement monétaire et un début de baisse des taux viennent soutenir ce mouvement.

Graphique 9 : Indice PMI des directeurs d'achats (Purchasing Managers Index)



Source : IHS Markit, Refinitiv Eikon
Dernière observation : Avril/Mai 2024

Graphique 10 : Confiance des ménages



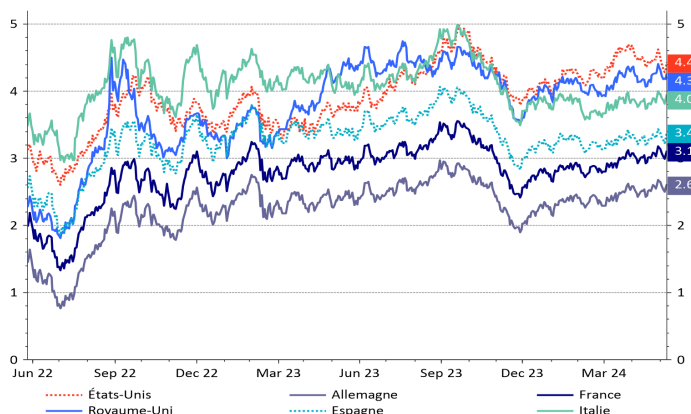
Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : Mai/Juin 2024

Les conditions de financement ont connu des évolutions contrastées

Les rendements des emprunts d'État à long terme ont connu des évolutions contrastées depuis l'été 2023. Alors que la désinflation rapide avait nourri les anticipations d'une orientation plus accommodante des politiques monétaires et ainsi permis une nette détente des taux souverains au second semestre 2023, ce mouvement s'est inversé depuis le début de l'année 2024 du fait de l'orientation monétaire plus restrictive qu'initialement anticipé de la Réserve fédérale américaine. Aux États-Unis, les taux souverains nominaux ont ainsi augmenté de 70 pb sur les 5 premiers mois de l'année (Graphique 11). Au sein de la zone euro, la hausse des taux souverains, tant réels que nominaux, est apparue plus modérée depuis début 2023, reflétant les anticipations d'une baisse des taux de

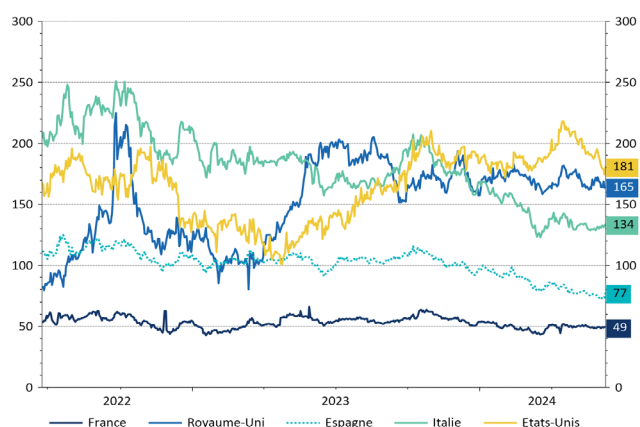
la BCE à plus brève échéance, compte tenu d'une convergence plus rapide vers la cible d'inflation et de l'atonie de l'activité. Fait notable : les écarts de rendements (*spreads*) des obligations souveraines au sein de la zone euro se sont réduits. L'écart entre les taux souverains à 10 ans italien et allemand a ainsi diminué de 70 pb entre le pic atteint à l'été 2023 et début juin 2024 (Graphique 12). Quant à l'écart entre les taux des obligations d'État allemand et français, il est resté stable depuis le début du resserrement monétaire, aux alentours de 50 pb.

Graphique 11 : Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans (en %)



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Graphique 12 : Spreads de taux souverains par rapport au Bund à 10 ans (en points de base)



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 07/06/2024

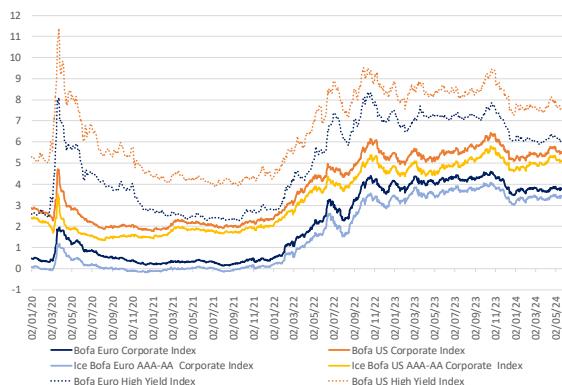
Graphique 13 : Rendements réels des obligations souveraines 10 ans (%)



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Les conditions de financement des agents privés sur les marchés financiers ont connu des évolutions quelque peu similaires : la détente observée au second semestre 2023, notamment pour les entreprises de la catégorie spéculative (*high yield*), s'est interrompue en début d'année 2024 (Graphique 14). Les conditions de financement se sont ensuite stabilisées, sauf pour les entreprises les mieux notées (*investment grade*) aux États-Unis pour lesquelles elles se sont légèrement dégradées, conduisant à un resserrement des écarts de rendement entre les entreprises. Sur le segment des obligations à haut rendement, les taux se situaient toujours à niveaux significatifs, aux alentours de respectivement 6 et 8 % en Europe et aux États-Unis.

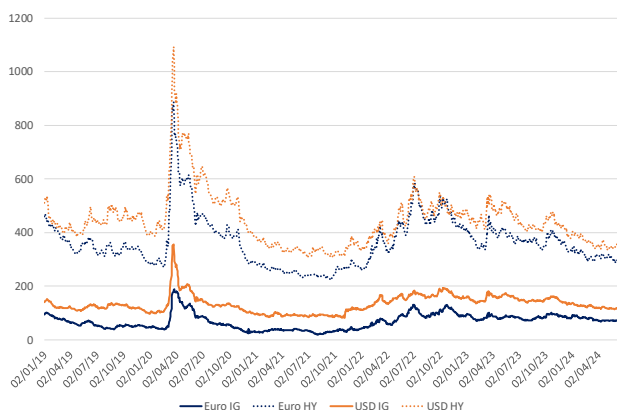
Graphique 14 : Taux des obligations corporate (%)



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

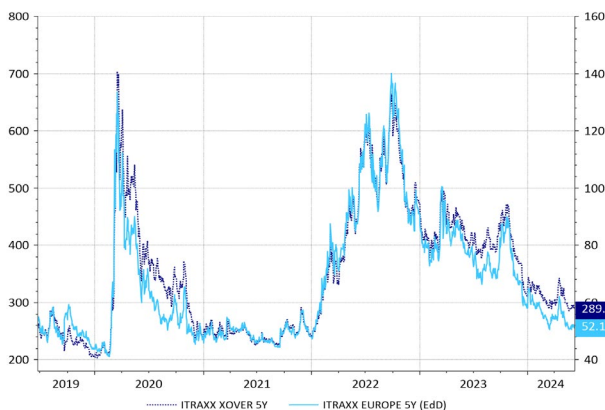
Pour autant, la perception du risque s'est améliorée depuis l'automne, comme l'illustre la baisse des *spreads* de crédit, particulièrement marquée pour les obligations spéculatives, et des *credit default swaps* (CDS).

Graphique 15 : Spreads marchés obligataires corporate⁶ (pb)



Source : Bloomberg
Dernière observation 07/06/2024

Graphique 16 : Indices CDS corporate en Europe (pb)



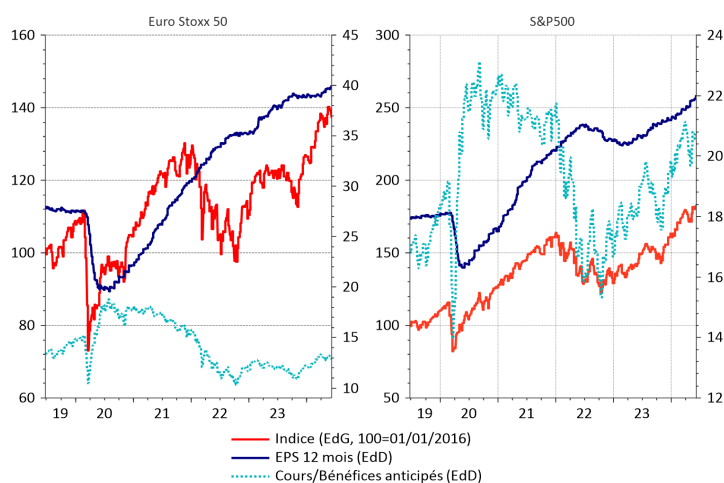
Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation 07/06/2024

1.1.2. Les valorisations boursières à leurs plus hauts historiques

Après avoir connu une correction marquée en 2022, du fait de la crise énergétique et du début du resserrement monétaire, les marchés d'actions ont rebondi en 2023, notamment en fin d'année lorsque les perspectives d'assouplissement monétaire à court terme paraissaient probables y compris aux États-Unis. Ce mouvement s'est poursuivi sur les premiers mois de 2024, grâce à la fin de la hausse des taux directeurs mais aussi grâce à la bonne orientation des bénéfices des sociétés et les perspectives de développement pour les sociétés fournisseuses de technologies d'intelligence artificielle constituant un puissant facteur de soutien pour les valorisations boursières (Graphique 17).

⁶ Les *spreads corporate* utilisés sont les OAS (*option-adjusted spread*) qui prennent en compte les options attachées à l'obligation et calculent le *spread* par rapport au *swap* de taux libellés en euros pour les *spreads* européens et par rapport au *swap* de taux libellés en dollars pour les *spreads* américains.

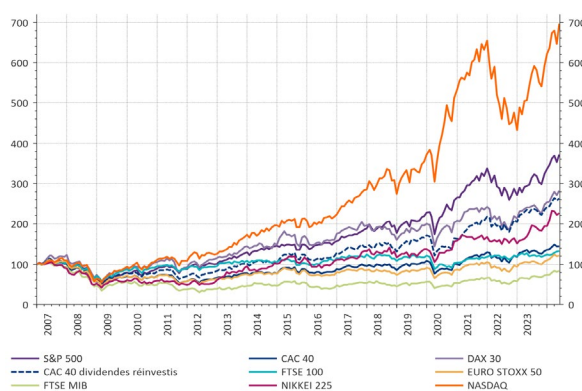
Graphique 17 : Bénéfices attendus et valorisations boursières



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 07/06/2024

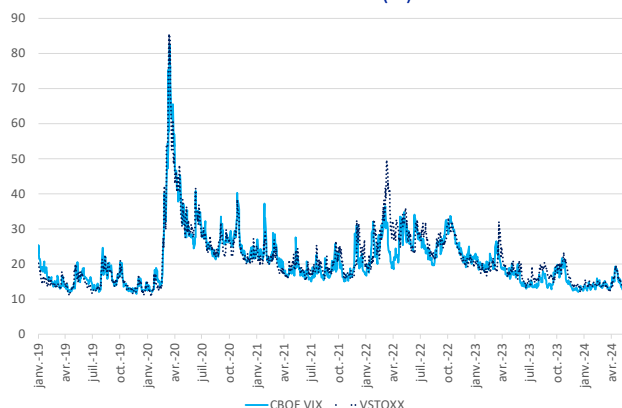
Les principaux indices ont ainsi atteint de nouveaux records historiques au printemps 2024, la volatilité des indices se maintenant à des niveaux faibles (Graphique 18 et Graphique 19).

**Graphique 18 : Évolution des indices boursiers
(100=01/01/07)**



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 07/06/2024

**Graphique 19 : Évolution de la volatilité implicite en Europe
et aux États-Unis (%)**



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 07/06/2024

Les perspectives favorables de la croissance aux États-Unis, l'appréciation du dollar et, surtout, le poids plus élevé des valeurs technologiques dans leur composition, ont contribué à la surperformance des indices américains. De fait, depuis quelques années, l'essentiel de leur progression est portée par seulement quelques valeurs du secteur, les « *Magnificent Seven* »⁷ (Graphique 20). En Europe, un phénomène similaire de concentration est également observé autour d'une dizaine de valeurs, les « *Granolas* »⁸ issues de secteurs d'activité néanmoins plus variés qu'aux États-Unis (technologie, santé et luxe). Sur l'année 2023, les trois valeurs françaises de ce groupe, dont le poids dans l'indice Stoxx Europe 600 s'élève à 25 %, ont représenté la moitié de la progression de l'indice.

En revanche, le rebond des cours des foncières cotées à partir de l'été 2023, qui avait été favorisé par les perspectives d'assouplissement monétaire, s'est interrompu au printemps lorsque les anticipations sur l'évolution des taux d'intérêt sont devenues moins favorables (Graphique 21). Si les ratios de *Loan to value* (endettement net

⁷ Nvidia, Amazon, Microsoft, Alphabet/Google, Meta/Facebook, Apple et Tesla.

⁸ Il s'agit de GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi.

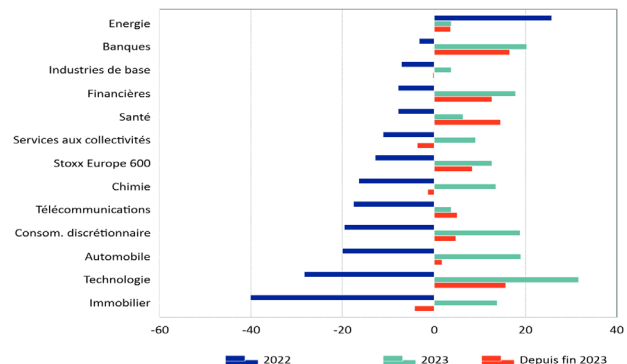
rapporté à la valeur du portefeuille immobilier) se sont améliorés, ils n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant la pandémie et la situation du marché immobilier professionnel complique un peu plus la gestion par les sociétés de leurs actifs immobiliers et donc leur trajectoire de désendettement.

Graphique 20 : Performances des valeurs américaines
(100=01/01/2019)



Source : Refinitiv Datastream ; Dernière observation 07/06/2024

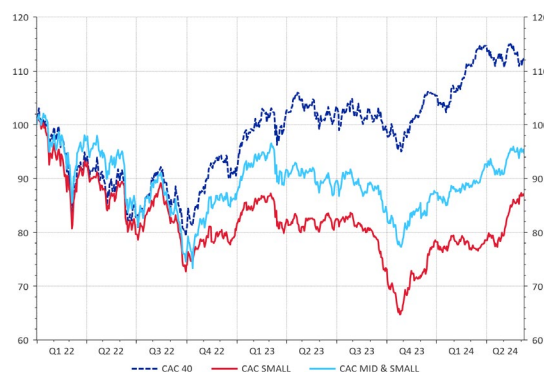
Graphique 21 : Évolution de l'indice Euro Stoxx 600
(taux de variation, en %)



Source : Refinitiv Datastream ; Données au 07/06/2024

De même, le décrochage des petites et moyennes valeurs par rapport aux grandes capitalisations observé en Europe en 2022 s'est confirmé en 2023, du fait notamment de leur sensibilité plus forte au cycle industriel européen et à l'augmentation des coûts de financement. Depuis la fin d'année 2023, un net rebond est perceptible mais les petites et moyennes valeurs restaient, au début du mois de juin 2024, largement en deçà des niveaux qui prévalaient avant l'invasion de l'Ukraine et le début de la crise énergétique.

Graphique 22 : Évolution comparée des indices boursiers selon la
taille des entreprises – France



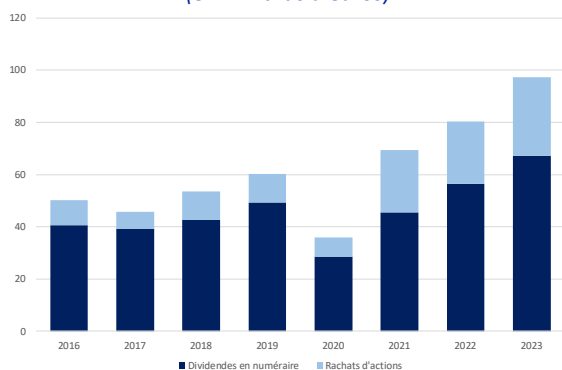
Source : Refinitiv Datastream ; Dernière observation : 07/06/2024

Les rendements boursiers ont été améliorés par les politiques de distribution de dividendes, qui ont dépassé 1 660 milliards de dollars en 2023, en hausse de 5 % sur un an, selon la société *Janus Henderson Investors*. En revanche, les rachats d'actions ont reculé de 14 %, constat qui reflète surtout les mouvements observés sur le marché américain, ce dernier représentant près de 70 % des volumes mondiaux. Dans ce pays où les rachats d'actions sont massivement financés par endettement, la hausse du coût du crédit a pesé sur les montants distribués, qui ont reculé de 17 %. Ce repli a particulièrement affecté le secteur technologique mais a partiellement été compensé par la progression des dividendes. Ainsi, l'entreprise Meta a réduit ses rachats d'actions de plus de 30 % mais a versé son premier dividende en 2024.

En France, les montants distribués aux actionnaires ont atteint un record historique à près de 100 milliards d'euros pour les sociétés du CAC 40, soit une hausse de plus de 20 % par rapport à 2022, dont 67 milliards d'euros de dividendes (Graphique 23). Le CAC 40 dividendes réinvestis a ainsi progressé de 20 % en 2023 contre 16,5 % hors dividendes réinvestis. Les rachats d'actions ont également atteint un montant record, à 33 milliards d'euros, soit

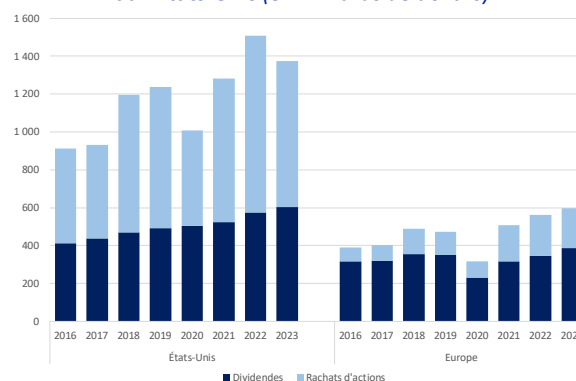
une hausse de près de 30 % par rapport à 2022. Le développement des rachats d'actions n'est pas propre à la France : il s'observe également dans de nombreux autres pays d'Europe continentale, tels que l'Italie, l'Espagne, la Norvège et la Belgique. Pour autant, les entreprises européennes ayant augmenté leurs rachats en 2023 ont été quasiment aussi nombreuses que celles qui les ont réduits et la hausse des rachats d'actions reste plus faible que celle des dividendes.

Graphique 23 : Dividendes et rachats d'actions en France
(en milliards d'euros)



Source : *Vernimmen*

Graphique 24 : Dividendes et rachats d'actions en Europe et aux États-Unis
(en milliards de dollars)



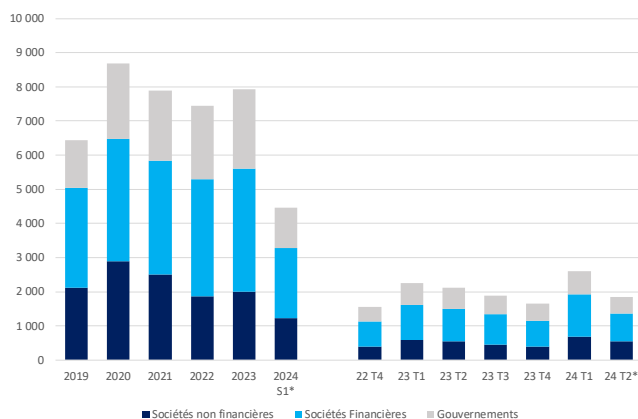
Source : *Janus Henderson*

1.1.3. Marchés primaires

- **Malgré un environnement moins propice, les marchés primaires obligataires sont apparus très dynamiques**

L'activité sur les marchés primaires obligataires au niveau mondial est restée dynamique en 2023 et sur les premiers mois de 2024 malgré la poursuite du resserrement monétaire dans la plupart des régions du globe et la montée des tensions géopolitiques. Les émissions ont ainsi progressé de plus de 5 % sur l'ensemble de l'année. Alors qu'elles avaient atteint en 2022 un plus bas de 15 ans, les émissions d'obligations à haut rendement ont connu en particulier un rebond notable de l'ordre de 60 % en 2023, rebond qui s'est poursuivi sur les premiers mois de 2024, notamment aux États-Unis. Les émissions dans les pays émergents ont également progressé de manière substantielle, avec une hausse des montants levés de plus de 10 %. L'hiver 2023 a été particulièrement actif, les émetteurs profitant de la détente des taux d'intérêt dans un contexte d'anticipation de baisse des taux par les banques centrales pour faire appel au marché.

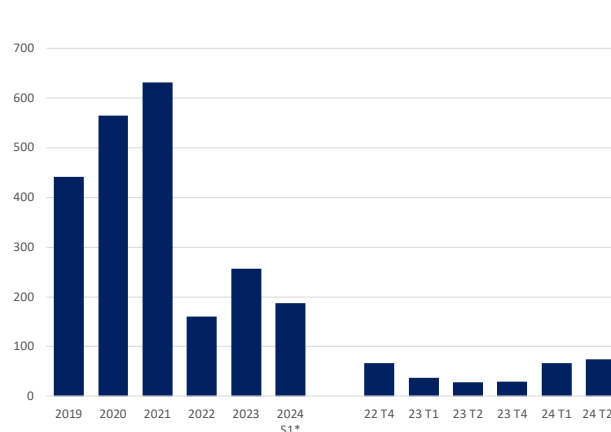
Graphique 25 : Émissions obligataires dans le monde
(en milliards d'euros)



Source : *Eikon*

*Données au 07/06/2024

Graphique 26 : Émissions obligataires high yield, Monde
(en milliards d'euros)

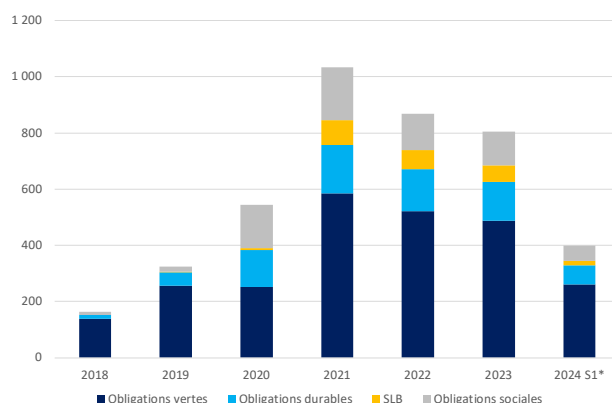


Source : *Eikon*

*Données au 07/06/2024

Après un sensible ralentissement en 2023, les émissions d'obligations durables (*sustainability et sustainability-linked bonds*, obligations sociales ou obligations vertes⁹) sont également apparues dynamiques sur les premiers mois de 2024. Dans un contexte macro-financier moins favorable, les besoins de financement de la transition énergétique et l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs continuent de soutenir ce segment de marché, et plus précisément celui des obligations vertes, qui restent prépondérantes.

Graphique 27 : Émissions obligataires sur le segment de la finance durable (en milliards d'euros)

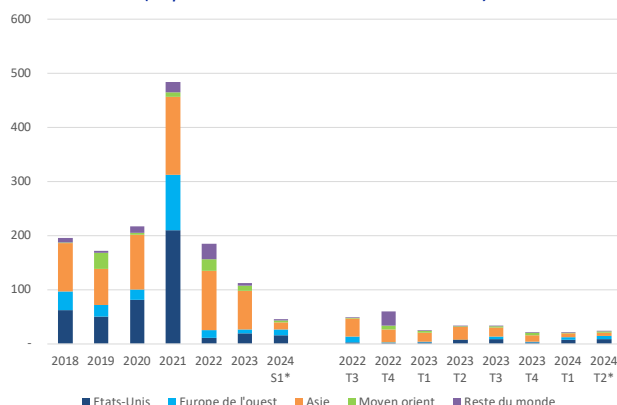


Source : Eikon ; *Données au 07/06/2024

□ Marchés d'actions

Malgré la bonne tenue des valorisations et la réduction de la volatilité boursière, l'activité sur le marché des introductions en bourse a continué de ralentir en 2023. Le montant des capitaux levés lors de ces opérations au niveau mondial s'est en effet inscrit en baisse de près de 40 %, atteignant un niveau historiquement faible. Ce mouvement reflète avant tout le recul du nombre d'opérations en Chine et à Hong Kong. À l'inverse, un sensible raffermissement est perceptible aux États-Unis depuis l'automne, en termes de nombre comme de montants, mais les volumes demeurent très limités. En Europe, les capitaux levés ont dépassé 11 milliards d'euros sur les cinq premiers mois de 2024, soit plus que sur l'ensemble de l'année 2023. Une tendance similaire est observée en France, mais concerne essentiellement le marché des valeurs de croissance et les volumes demeurent à des niveaux faibles, inférieurs à un milliard d'euros.

Graphique 28 : Introductions en bourse selon les zones géographiques (capitaux levés en milliards d'euros)



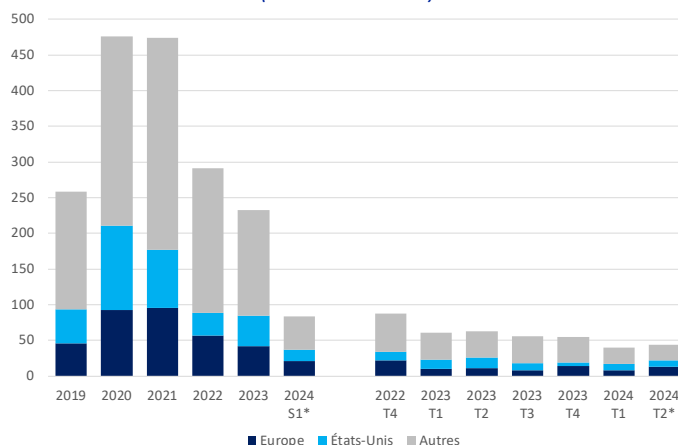
Source : Bloomberg

*Données au 07/06/2024

⁹ Les *sustainability bonds*, ou obligations durables, sont des obligations dont le produit contribue à financer des projets nouveaux ou existants ayant des objectifs en matière environnementale, sociale et/ou de gouvernance (ESG). Un *sustainability-linked bond* est un emprunt obligataire ayant également des objectifs en matière d'ESG, mais dont les caractéristiques, notamment financières, peuvent varier selon que ces objectifs extra-financiers sont atteints ou non. Une obligation sociale (*social bond*) est une obligation dont l'objectif est de financer des projets ayant un impact social positif sur des populations cibles.

Les émissions de titres de capital d'entreprises déjà cotées au niveau mondial se sont infléchies en 2023 dans l'ensemble des zones géographiques, à l'exception des États-Unis (Graphique 29). Ce mouvement s'est poursuivi depuis le début de l'année 2024. Après un repli de 20 % en 2023, les émissions de titres de capital à Paris se sont sensiblement raffermies, avec près de 3 milliards d'euros de capitaux levés sur les cinq premiers mois de l'année 2024.

Graphique 29 : Émissions d'actions hors IPO
(milliards d'euros)

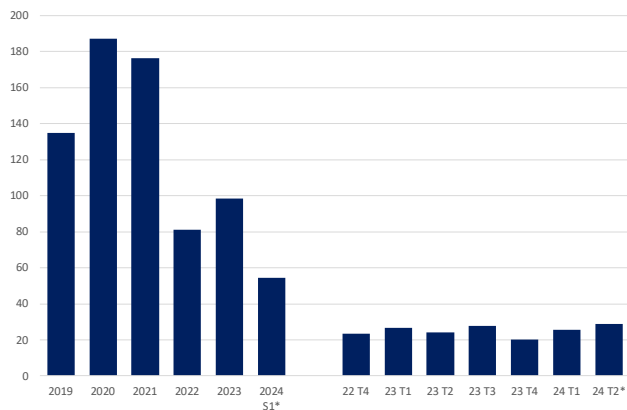


Source : Eikon

*Données au 07/06/2024

En revanche, le rebond des émissions d'obligations convertibles observé à partir du second semestre 2022 s'est confirmé depuis, mais les montants levés restent bien en deçà des niveaux atteints lors des années précédentes (Graphique 30). La remontée des taux d'intérêt rend cette classe d'actifs attractive par rapport aux obligations classiques. Cette tendance concerne également le segment des obligations convertibles contingentes (*contingent convertible bonds*, ou CoCos aussi appelées *Additional Tier 1* ou AT1). L'activité et les prix sur ce segment de marché s'étaient effondrés fin mars 2023 après que le régulateur helvétique a décidé la dépréciation totale d'obligations convertibles contingentes de Crédit Suisse dans le cadre du sauvetage de la banque. La clarification par les régulateurs européens sur leurs interprétations respectives des réglementations en vigueur a contribué à rétablir la confiance et à la reprise de l'activité sur ce marché, soutenue par ailleurs par la sortie de l'environnement de taux bas, favorable à la rentabilité du secteur financier.

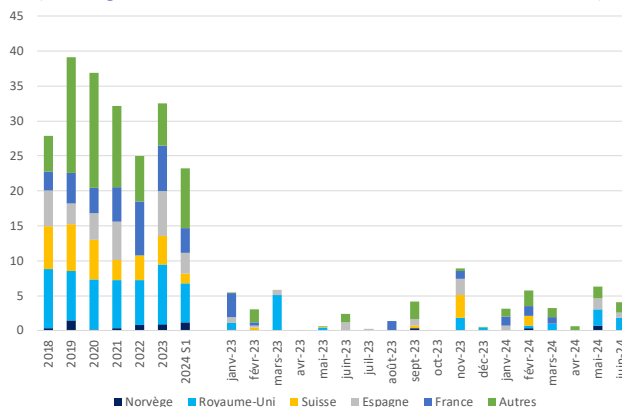
Graphique 30 : Émissions d'obligations convertibles
(milliards d'euros)



Source : Eikon

*Données au 07/06/2024

Graphique 31 : Émissions d'AT1 en Europe
(contingent convertible bonds – CoCos –, milliards d'euros)



Source : Bloomberg

Données au 07/06/2024

1.2. LES RISQUES

1.2.1. La perspective d'un assouplissement monétaire moins rapide et/ou plus modéré qu'attendu accroît les risques sur le financement des agents économiques

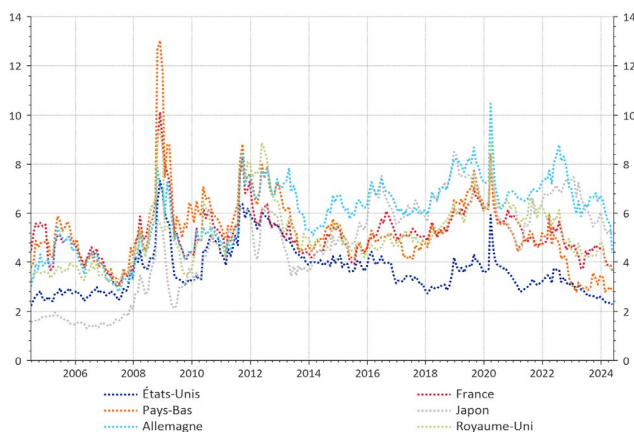
La hausse de l'inflation a permis de mettre fin aux hausses des taux directeurs des banques centrales. Mais le fléchissement de la trajectoire de désinflation, comme son évolution divergente entre les États-Unis et la zone euro, complique singulièrement leur tâche, notamment de la BCE, compte tenu de l'atonie de la croissance économique européenne. En effet, bien que cette hypothèse soit peu probable, opter pour une baisse prononcée alors que les taux américains resteraient inchangés pourrait favoriser les investissements en dollars, une remontée des taux longs et une dépréciation de l'euro, et donc de l'inflation importée. À l'inverse, privilégier le *statu quo* ou une baisse très modeste des taux d'intérêt directeurs risque de peser sur la reprise économique en zone euro, les finances publiques et l'investissement.

L'impact de la réduction des taux directeurs des banques centrales sur la partie longue de la courbe des taux et donc sur les conditions de financement pourrait du reste s'avérer limitée, compte tenu notamment du niveau élevé du risque géopolitique et de l'importance des programmes d'émissions souveraines à venir en Europe comme aux États-Unis dans un contexte de réduction du bilan des banques centrales. L'effet pourrait être amplifié si celles-ci parviennent à ancrer les anticipations par le biais de la *forward guidance* et/ou décident d'assouplir le processus de *quantitative tightening*.

□ Des perspectives boursières incertaines

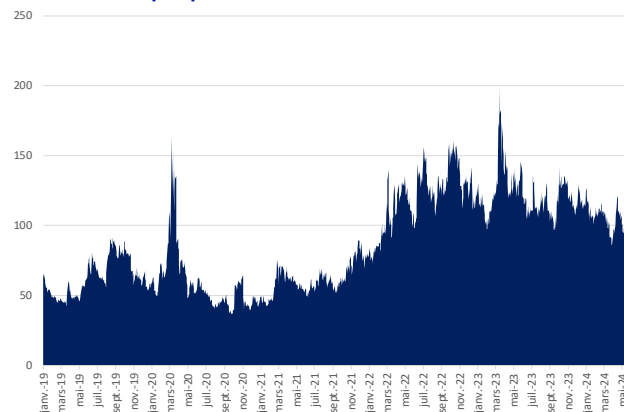
Le maintien des taux d'intérêt à un niveau durablement élevé pourrait se traduire par une nouvelle phase de correction des prix d'actifs. Aux États-Unis, le resserrement monétaire a contribué à une baisse des primes de risque actions à un niveau historiquement faible¹⁰ (Graphique 32). À l'inverse, l'indice Skew, qui mesure le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour se protéger contre une baisse des cours, demeure à des niveaux relativement élevés (Graphique 33).

Graphique 32 : Primes de risques sur les marchés actions



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Graphique 33 : Évolution de l'indice Skew



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

En Europe, les valeurs cycliques ont enregistré des surperformances significatives par rapport aux valeurs défensives, reflétant des anticipations de reprise économique optimistes (Graphique 34). Dans un contexte où les risques géopolitiques demeurent élevés, le risque de correction boursière ne peut être écarté, notamment si le scénario d'accélération de l'activité devait ne pas être vérifié.

¹⁰ Il s'agit du supplément de rendement anticipé par rapport au taux sans risque exigé par les investisseurs pour investir dans des actions.

Graphique 34 : Performances des valeurs cycliques et défensives du Stoxx 600



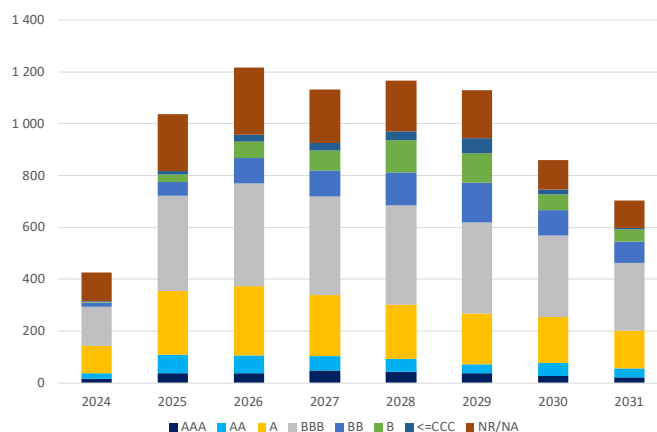
Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 07/06/2024

Enfin, la forte concentration des performances boursières sur quelques sociétés, observée tant en Europe qu'aux États-Unis, accroît la vulnérabilité du marché à des risques idiosyncratiques, la survenue de déceptions sur l'une d'entre elles étant susceptible d'avoir un impact potentiel important pour le marché, d'autant que la sensibilité des marchés aux déceptions et « mauvaises nouvelles » semble s'être accrue.

□ Des entreprises spéculatives et/ou de petite taille fragilisées

Une partie significative de la dette obligataire *corporate* arrivera à échéance d'ici à fin 2026. Dans ce contexte, le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé se traduira par une augmentation du coût de son refinancement¹¹.

Graphique 35 : Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières au niveau mondial



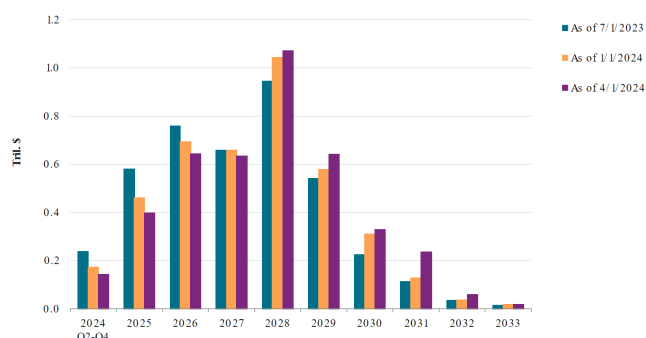
Source : Bloomberg. Données au 07/06/2024

Au premier trimestre 2024, les sociétés classées en catégorie spéculative ont profité de la détente des taux d'intérêt pour refinancer une partie de leur dette. Selon l'agence de notation S&P, à la fin du premier trimestre 2024, la proportion de dette spéculative la plus risquée – notée B et en deçà – arrivant à échéance dans les deux ans s'est ainsi inscrite au niveau mondial en baisse de 10 % par rapport au début de l'année, mouvement

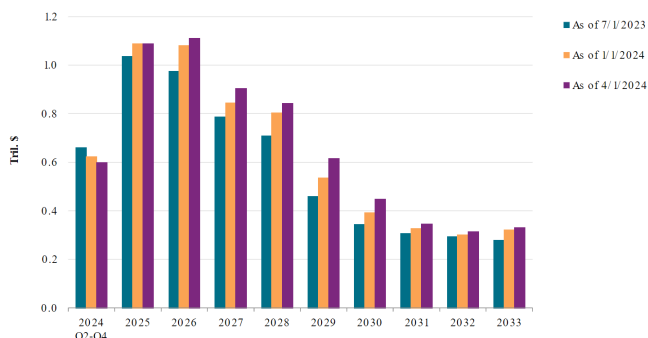
¹¹ Selon S&P, au 1er avril 2024, près de 30 % de l'encours de dette obligataire des entreprises financières et non financières arrivera à échéance dans les deux ans. L'augmentation du coût de refinancement médian de la dette notée BBB arrivant à échéance d'ici fin 2024 est estimée à 2 points de pourcentage en Europe et aux États-Unis. Elle serait plus marquée pour les entreprises notées en catégorie spéculative (+3,4 points de pourcentage pour les entreprises européennes notées BB).

essentiellement imputable aux sociétés non financières, pour lesquelles la majeure partie des besoins de refinancement se situent au-delà de 2025 (Graphique 36 et Graphique 37)¹². S&P estime que le taux de défaut cumulé sur un an des sociétés européennes classées en catégorie spéculative, en hausse quasi-continue depuis deux ans, et qui a atteint 4,1 % en avril 2024, devrait se stabiliser à 3,75 % d'ici mars 2025 selon le scénario central. Il pourrait néanmoins atteindre 5 % selon les hypothèses les plus défavorables, i.e. dans le cas d'une croissance très modeste ou d'une récession, et de maintien prolongé des taux d'intérêt aux niveaux actuels¹³.

Graphique 36 : Encours de dette spéculative par maturité pour les sociétés non financières au niveau mondial



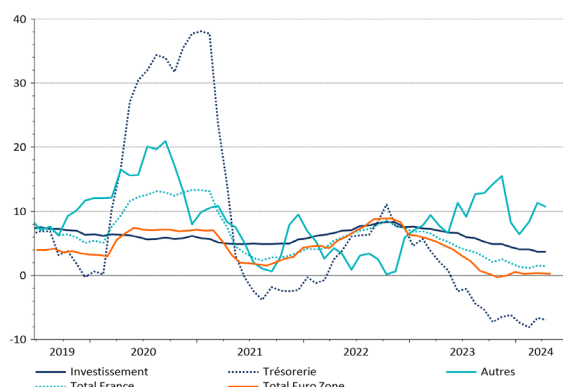
Graphique 37 : Encours de dette spéculative par maturité pour les sociétés financières au niveau mondial



Note: Foreign currencies are converted to US\$ on the respective report period date. Includes bonds, loans, and revolving credit facilities that are rated by S&P Global Ratings. Source : S&P

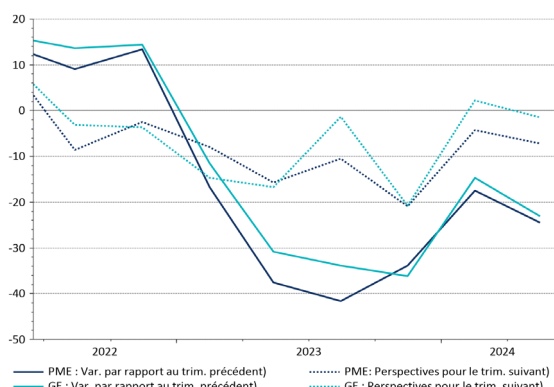
De manière plus générale, le resserrement de politique monétaire a pesé sur les conditions d'octroi et le volume de crédit bancaire distribué en Europe. Si les encours continuaient de progresser au premier trimestre 2024 en France, ils stagnent dans la zone euro depuis l'été 2023 et, depuis le début de l'année, le niveau élevé des taux d'emprunt a contribué à dégrader les perspectives d'investissement des entreprises, ce qui s'est traduit par une baisse de la demande de crédits et ce, quelle que soit leur taille¹⁴.

Graphique 38 : Évolution des crédits bancaires aux sociétés non financières (variation sur un an, en %)



Source : Eikon Refinitiv

Graphique 39 : Variation de la demande nette de prêts aux entreprises en zone euro



Source : Eikon Refinitiv

Par ailleurs, les délais de paiement ont continué de s'allonger en 2023 dans toutes les zones géographiques, accroissant du même coup le risque de trésorerie, en particulier pour les PME et les TPE, pour lesquelles ils constituent un important facteur de fragilité. Au niveau mondial, 42 % des entreprises affichaient ainsi des délais de paiement supérieurs à 60 jours à la fin de l'année 2023¹⁵. En France, le dépassement moyen est passé de 11,7 à 12,7 jours et la proportion des entreprises payant leurs fournisseurs avec plus de 30 jours de retard a aussi

¹² S&P Global (2024): "Credit Trends: Q2 2024 Global Refinancing Update: Window Of Opportunity May Be Closing" (24/04/2024).

¹³ "Default, Transition, and Recovery: The European Speculative-Grade Default Rate Should Level Out At 3.75% By March 2025" (22/05/2024).

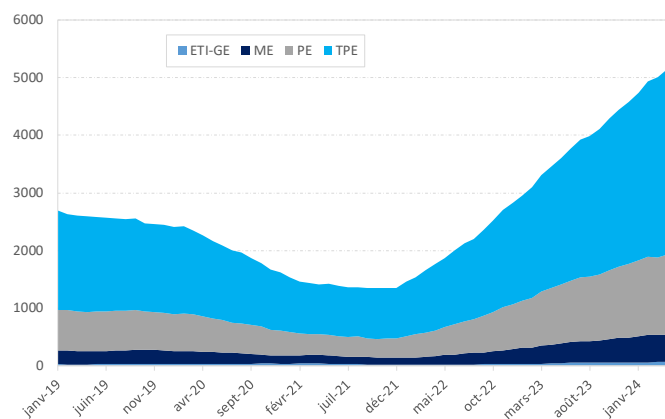
¹⁴ Enquête de la BCE d'avril 2024 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro.

¹⁵ Allianz Trade (2024): "The cost of pay me later", avril 2024.

augmenté à plus de 8 % fin 2023. Cette tendance pourrait contribuer à la poursuite de l'augmentation du nombre de défaillances observée depuis début 2022, défaillances qui se situent désormais au-dessus du niveau atteint avant la pandémie. Fait notable, le rebond des défaillances, qui concernait initialement surtout les TPE et PME, touche désormais également des entreprises de plus grande taille.

Autre signe de tension observée sur les trésoreries des entreprises en France, plus d'un quart d'entre elles rencontraient fin 2023 des difficultés croissantes pour rembourser leur PGE, selon une enquête de la Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME)¹⁶. Dans ce contexte, le dispositif de rééchelonnement des remboursements, qui permettait aux entreprises jusqu'à fin 2023 leur étalement sur deux à quatre années de plus par rapport à l'échéancier initial, a été prolongé pour une durée de trois années supplémentaires¹⁷. S'ils commencent à s'éroder, les niveaux actuels de leur trésorerie restent néanmoins supérieurs à ceux d'avant la crise Covid et le taux de marge des PME françaises a globalement résisté malgré le ralentissement de l'activité¹⁸.

Graphique 40 : Évolution du nombre de défaillances en France
(cumul 12 mois)



Source : Banque de France
Note : Hors microentreprises

Enfin, aux États-Unis, l'agence de notation Moody's constate depuis 2022 pour les PME cotées et, plus récemment depuis 2023 pour les valeurs cycliques, une augmentation significative de la probabilité de défaut moyen et ce, malgré la croissance économique et la forte appréciation des valorisations boursières¹⁹.

Le maintien de taux d'intérêt durablement hauts aux États-Unis pourrait également avoir des conséquences sur les économies émergentes. Certaines banques centrales pourraient être ainsi incitées à ralentir ou décaler dans le temps leur assouplissement monétaire afin d'éviter une trop forte dépréciation de leur monnaie et des fuites de capitaux. Certes, selon le FMI, la sensibilité des rendements obligataires des pays émergents aux taux souverains américains aurait diminué au cours du dernier cycle monétaire²⁰. Cette baisse serait de plus de 60 % pour les pays d'Amérique latine par rapport à 2013, lors de l'épisode du *taper tantrum*. En outre, l'orientation monétaire accommodante et la solidité de la croissance dans certaines économies émergentes pourraient contribuer à soutenir la solvabilité des États concernés, comme en Inde ou au Brésil. Pour autant, pour certains États présentant des dettes externes en dollars élevées, une dépréciation des monnaies par rapport à la devise américaine pourrait s'avérer préjudiciable.

¹⁶ « La situation économique et l'accès au financement des TPE-PME au second semestre 2023 ». Enquête réalisée entre le 29 novembre et le 4 décembre 2023 auprès de 1418 dirigeants de TPE-PME.

¹⁷ Selon la Banque de France, la moitié des 107 milliards d'euros octroyés aux TPE-PME depuis 2020 dans le cadre de PGE ont été remboursés à fin 2023.

¹⁸ Banque de France, Rapport sur la stabilité financière - Juin 2024

¹⁹ "High Yield's Resilience Masks Underlying Weakness in Corporate Credit", 20/05/2024

²⁰ "Financial and climate policies for a high-interest-rate era", Global financial stability Report, novembre 2023.

□ Le développement des marchés de capitaux, une condition nécessaire pour répondre aux besoins massifs de financement dans l'économie européenne

Les investissements dans les domaines stratégiques pour la croissance (notamment l'éducation et les nouvelles technologies) ainsi que dans ceux de la défense et dans la lutte contre le réchauffement climatique restent insuffisants. Dans le cas du financement de la transition climatique plus particulièrement, le financement par le marché a connu un ralentissement sensible en 2023. Malgré le raffermissement des émissions d'obligations vertes depuis le début 2024, il reste très en deçà des besoins estimés. La Commission européenne a estimé que la transition climatique nécessitera des investissements de 620 milliards d'euros par an, tandis que ceux nécessaires à la transformation numérique nécessiteront 125 milliards d'euros supplémentaires. Dans ce contexte, les marchés de capitaux ont un rôle clé à jouer pour mobiliser, encourager et orienter des financements de long terme plus importants. C'est le sens de la relance de la stratégie d'Union des marchés de capitaux (cf. Encadré 1).

Encadré 1 : La relance de l'Union des marchés de capitaux : projet clé pour l'Europe

Fil rouge de la politique en matière de services financiers de la Commission depuis 2015, l'Union des marchés de capitaux (UMC) a fait l'objet de deux plans d'action, en 2015 et 2020, et a donné lieu à de très nombreuses initiatives législatives dans tous les domaines des marchés financiers, notamment au cours de la mandature écoulée. Compte tenu des résultats modérés de ces plans et des besoins de financement massifs de l'économie européenne, la question de la relance du projet d'UMC est dans tous les esprits. Les besoins de financement nécessaires selon la Commission européenne pour financer la transition verte et énergétique (plus de 620 milliards d'euros par an jusqu'en 2030), la transition numérique (plus de 125 milliards d'euros par an), comme les besoins de financement de la défense européenne, rendent indispensable de développer les financements privés. Différentes prises de positions publiques en faveur d'une relance de l'UMC se sont ainsi succédées dès septembre 2023 (ministres des finances français et allemand, Banque centrale européenne²¹) suivies du rapport d'Enrico Letta en avril 2024²², des conclusions du Conseil européen des 17 et 18 avril 2024²³, ou encore des recommandations formulées par l'ESMA fin mai 2024²⁴. Point commun à toutes ces publications, le besoin de réallouer l'épargne des ménages européens – aujourd'hui massivement placée sous forme de dépôts bancaires – au profit de l'investissement de long terme et en fonds propres des sociétés européennes, y compris, le cas échéant, via des supports moins liquides. Ces rapports ont été prolongés en France par le rapport de la mission confiée à C. Noyer (2024)²⁵.

En France, certaines dispositions accompagnent l'évolution du cadre européen. En particulier, la loi industrie verte promulguée le 24/10/23 introduit plusieurs dispositifs, notamment :

- un nouveau produit d'épargne, le "plan d'épargne avenir climat", destiné aux moins de 21 ans, qui bénéficie d'une exonération d'imposition et de contribution sociale.
- une obligation d'intégrer une part d'investissement en titres non cotés (e.g. *private credit/equity*) dans la gestion pilotée selon des modalités à fixer par arrêté. Les textes prévoient ici des planchers d'investissement de 4 % (profil équilibré) à 8 % (dynamique) pour l'assurance-vie, et jusqu'à 15 % pour certains plans d'épargne retraite (PER) selon l'horizon de placement. Ces seuils diminueraient à l'approche de la retraite.

Enfin, la loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France a été définitivement adoptée le 5 juin. Cette loi rassemble un grand nombre de mesures concernant les sociétés cotées, la gestion d'actif et les marchés, dont le point commun est de chercher à faciliter le financement des sociétés par le marché. En ce sens, elle s'inscrit dans l'esprit du projet d'Union des marchés de capitaux et complète les efforts conduits au niveau européen pour promouvoir l'accès des entreprises aux marchés de capitaux en modifiant les règles de cotation (*Listing Act*), dont elle transpose par anticipation les dispositions relatives aux droits de vote multiples. La loi autorise ainsi les sociétés à s'introduire en bourse en se dotant d'actions de préférence conférant des droits de vote multiples, dont elle précise les modalités et les garde-fous. Parmi les autres mesures qui intéressent directement l'AMF, la loi introduit également des dispositions visant à libéraliser le régime des augmentations de capital et à numériser les assemblées générales et les réunions des organes de gouvernance. La loi relève également à 500M€ le seuil de la capitalisation boursière des entreprises cotées en deçà duquel un fonds commun de placement à risques (FCPR) peut investir en titres de capital ou donnant accès au capital, dans la limite de 20 % de l'actif du fonds.

²¹ [Discours de Christine Lagarde, présidente de la BCE, lors du Congrès bancaire européen](#)

²² Letta E. (2024) ; [Much more than a market-Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#) ; Report commissioned by the European Commission and the European Council ; April.

²³ Conseil européen (2024) ; [Conclusions](#) du Conseil européen des 17 et 18 avril 2024.

²⁴ "Building more effective and attractive capital markets in the EU – Position Paper". ESMA (mai 2024).

²⁵ Noyer C. (2024) ; Développer les marchés de capitaux européens : Propositions pour une Union de l'épargne et de l'investissement ; avril.

Encadré 2 : La convergence et l'interopérabilité des normes, condition nécessaire à la bonne mise en œuvre des cadres réglementaires de reporting en matière de finance durable

L'année 2023 a constitué une étape majeure dans le domaine de la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, avec notamment la publication des normes européennes pour le *reporting* de durabilité couvrant toutes les thématiques ESG (normes ESRS – *European Sustainability Reporting Standards*), préparées par le Groupe consultatif européen sur l'information financière (EFRAG) et définies dans le cadre de la nouvelle directive sur le *reporting* de durabilité des entreprises (CSRD – *Corporate Sustainability Reporting Directive*). Celle-ci s'appliquera progressivement à compter des exercices ouverts au 1er janvier 2024 et concernera dans un premier temps les grandes entreprises cotées. Au niveau mondial, l'*International Sustainability Standards Board* (ISSB) a de son côté publié un jeu de normes sur les informations financières liées à la durabilité ainsi que sur les risques et opportunités liés au changement climatique (IFRS-S, *IFRS Sustainability Disclosure Standards*), également applicables dès 2025 sur les exercices ouverts au 1er janvier 2024. Les normes de l'ISSB ont été approuvées en juillet 2023 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), qui a enjoint les 130 juridictions membres, à envisager les moyens d'adopter, d'appliquer ou de s'inspirer des normes de l'ISSB et, dans la négative, de l'en informer. L'ISSB a d'ailleurs mis en place un dispositif de soutien aux différentes juridictions afin de faciliter l'adoption de ses normes.

L'alignement et l'interopérabilité des normes de durabilité, dont les ESRS et les IFRS-S, sont essentiels dans la mesure où ils contribuent à réduire la complexité, la fragmentation et la duplication d'informations pour les entreprises et donc, le coût du *reporting*. Ils constituent également une condition nécessaire à l'amélioration de la transparence et la comparabilité des données. De fait, au cours des dernières années, l'EFRAG et l'ISSB ont travaillé à la convergence de leurs normes respectives. Ces discussions ont abouti en mai 2024 à la publication d'un guide détaillé et d'une table de correspondance entre les deux standards de *reporting* extra-financier qui permet de mieux apprécier leur interopérabilité et constitue une aide précieuse pour les entreprises devant s'y conformer.

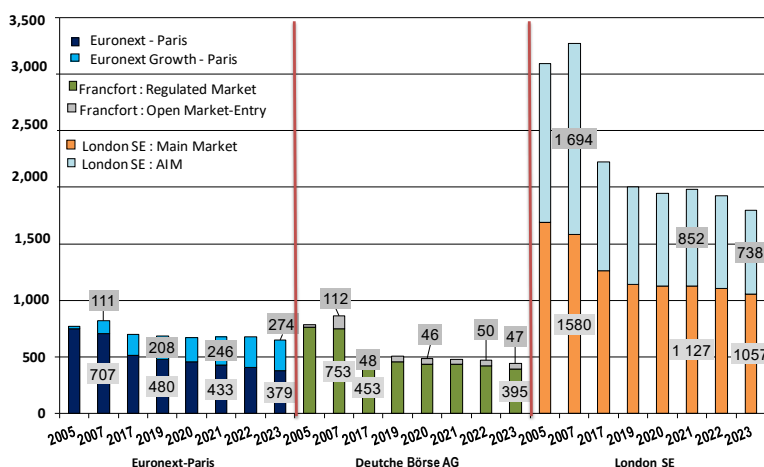
En dépit d'un haut degré d'alignement, des divergences subsistent cependant entre les deux normes. Les normes de l'ISSB et de l'EFRAG sont en effet fondées sur une approche différente de la matérialité: tandis que l'ISSB a construit ses normes sur le principe de la matérialité financière, autrement dit, en ne prenant en compte que les effets des enjeux de durabilité sur les situation et performance financières de l'entreprise, la CSRD et les normes ESRS sont fondées sur le principe de double matérialité, selon lequel les entreprises doivent publier des informations non seulement sur la matérialité financière mais également sur leurs impacts sur l'environnement et la société. Par ailleurs, les thématiques environnementales abordées apparaissent beaucoup plus complètes dans les normes ESRS. De manière plus générale, la CSRD couvre l'ensemble des problématiques ESG. Certes, l'ISSB a indiqué avoir intégré dans son agenda de recherche les risques et les opportunités liés à la nature et au capital humain, mais il n'a toutefois pas précisé le calendrier d'aboutissement de ses travaux.

Il convient de noter que la nécessité de convergence et de forte interopérabilité entre les cadres normatifs est tout aussi pertinente pour d'autres réglementations en matière de finance durable, notamment celles ayant trait aux taxonomies vertes, qui se sont développées de manière très significative, notamment en Asie du sud-est (en Thaïlande, à Singapour, et aux Philippines en particulier). Ainsi des différences peuvent apparaître dans les objectifs environnementaux et les activités couvertes par les différentes taxonomies, ainsi que dans les critères et les seuils permettant de classer les activités économiques en fonction de leur alignement sur les objectifs environnementaux. À titre d'exemple, les critères d'alignement de la taxonomie singapourienne, disponibles uniquement pour l'objectif de contribution à l'atténuation du changement climatique, n'étaient pas alignés avec ceux de la taxonomie européenne pour près d'un tiers d'entre eux, selon une estimation de Clarity AI publiée à l'été 2023.

1.2.2. Des réformes de la cotation en Europe en réponse à la faiblesse structurelle des introductions en bourse et à l'attrition des cotes

L'atonie des introductions en bourse en Europe a participé à la poursuite de la baisse du nombre de sociétés cotées, y compris les valeurs de croissance en 2023 (Graphique 41). Le *Listing Act*, adopté en avril 2024 dans l'Union européenne, la loi Attractivité en France, le caractère optionnel donné par l'AMF à la tranche réservée aux investisseurs individuels lors des introductions en bourse, ou encore le projet d'assouplissement des règles de cotation au Royaume-Uni, visent à enrayer ces évolutions de long terme et améliorer l'attractivité des marchés boursiers, notamment pour les valeurs moyennes, afin que ceux-ci puissent représenter une alternative efficace à l'endettement pour le financement de la croissance des acteurs.

Graphique 41 : Évolution du nombre de sociétés cotées
(Données fin d'année)



Sources : Euronext, DBAG, LSE

Le *Listing Act* introduit notamment de nouvelles possibilités d'exemption de prospectus pour les entreprises cotées depuis plus de 18 mois, c'est-à-dire pour des sociétés ayant déjà délivré au marché de la documentation au titre de leurs obligations d'information périodique et permanente. D'une part, le seuil de dispense du prospectus est relevé à 12 millions d'euros sur 12 mois contre 8 millions précédemment. D'autre part, les émissions secondaires sur les marchés réglementés et les marchés de croissance seront exemptées de prospectus lorsque l'offre au public²⁶ ou l'admission de titres représente sur 12 mois moins de 30 % des titres déjà admis aux négociations²⁷. L'émetteur sera cependant tenu de déposer un document synthétique au contenu normé auprès de l'autorité compétente (l'AMF dans le cas de la France) et de le mettre à disposition du public. Si les titres émis ne sont pas fongibles avec ceux déjà cotés, l'émetteur ne bénéficiera pas d'exemption mais pourra établir un prospectus spécifique (« *EU Follow-on prospectus* »). Dans ce contexte, il sera essentiel que ces nouveaux prospectus et documents d'exemption continuent de fournir au marché une information claire, équilibrée et complète, condition nécessaire au bon fonctionnement du marché et à un accès égal des investisseurs à l'information, y compris les investisseurs les moins sophistiqués n'ayant pas d'accès direct aux émetteurs concernés.

Autre mesure phare, le *Listing Act* permettra la mise en place d'actions à droits de vote multiples par les sociétés qui demandent leur introduction sur un marché de croissance. Les États membres restent autorisés à mettre en place des règles propres dans des situations non couvertes par la directive. Cette question fait d'ailleurs partie intégrante de la loi visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France adoptée en juin 2024, celle-ci introduisant la possibilité de droits de vote multiples pour les sociétés cotées sur le marché des valeurs de croissance, mais également sur le marché réglementé. La loi vise également à mieux accompagner le développement des PME cotées en augmentant le plafond de capitalisation boursière des sociétés dans lesquelles les fonds communs de placements à risque (FCPR) sont autorisés à investir, qui passe de 150 à 500 millions d'euros. Afin de faciliter le financement des entreprises par le marché, la loi assouplit aussi les règles en matière d'augmentations de capital sans droit préférentiel de souscription, en accroissant notamment la part maximale réservée aux investisseurs professionnels de 20 à 30 % du capital social par an et en supprimant les règles encadrant la fixation du prix des opérations.

Au Royaume-Uni, la FCA a proposé une réforme majeure de ses règles de cotation, devant aboutir d'ici la fin de l'année. Celle-ci prévoit notamment la création d'un marché de cotation unique par la fusion du segment premium avec le segment standard, moins réglementé, associé à un allègement des règles d'éligibilité. Une évolution des règles relatives aux prospectus est également à venir, qui concernerait aussi le segment de marché AIM des valeurs de croissance et prévoirait un élargissement des cas d'exemptions possibles.

²⁶ Hors OPA/OPE/fusion ou scission ou en cas de procédure collective.

²⁷ Auparavant, cette exemption n'était possible que pour la seule admission de titres, en outre uniquement sur les marchés réglementés, et pour un volume maximal correspondant à 20 % des titres.



ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS

SYNTHÈSE

Les marchés se sont inscrits dans une dynamique très positive : les valorisations boursières se sont fortement accrues dans le monde pour atteindre de nouveaux records début 2024. La place parisienne est ainsi devenue la première place financière en Europe en 2023 avec une capitalisation boursière totale qui a dépassé les 3 500 milliards d'euros. Sur les marchés obligataires, les volumes échangés s'inscrivent en hausse depuis l'automne 2023 et la liquidité se maintient sur un bon niveau historique, reflétant la bonne tenue des marchés primaires et les anticipations optimistes quant aux perspectives d'un atterrissage en douceur de l'économie et d'une possible fin du resserrement monétaire. On assiste plus généralement à une normalisation des conditions de marché sur plusieurs segments ayant connus d'importantes tensions ces dernières années : les marchés repo et de matières premières (énergie et grains) en particulier. Les marchés de crypto-actifs sont, pour leur part, sortis du *crypto-winter* et connaissent une nouvelle dynamique haussière, notamment sous l'effet de l'approbation par la *Security and Exchange Commission* (SEC) des premiers fonds indiciels bitcoin au comptant en janvier 2024. Le cours du Bitcoin a ainsi dépassé les 70 000 dollars, soit une progression de plus de 60 % depuis le début d'année. L'impact potentiel des cryptos-actifs sur les marchés traditionnels demeure toutefois contenu, à ce stade.

Cette dynamique positive s'est également accompagnée, sur les marchés actions, d'une augmentation de la part des transactions exécutées de gré à gré, qui a atteint un plus haut de 39,7 % au premier trimestre 2024 sur les titres du CAC40. Sur Euronext, la tendance à la hausse marquée des volumes exécutés au *fixing* de clôture, déjà constatée dès début 2019, s'est fortement accentuée en 2023-début 2024 pour dépasser 50% des volumes échangés sur ce marché. Cette concentration des volumes en fin de journée, couplée avec une augmentation des volumes traités en dehors des plateformes *lit*, pourrait fragiliser le processus de formation des prix en cours de journée, faute de liquidité suffisante. La révision de la Directive MIF 2, adoptée en février 2024, vise précisément à améliorer la transparence des marchés.

L'industrie financière connaît par ailleurs des transformations, en tête desquelles, le recours croissant à l'intelligence artificielle. Cette technologie offre de nouvelles opportunités permettant de réduire les coûts de transaction pour les investisseurs et peut s'avérer utile au régulateur dans l'exercice de ses missions, mais elle pourrait aussi être un vecteur de pro-cyclicité et d'exacerbation des risques financiers. Et ce d'autant plus que le nombre de cyberattaques a globalement augmenté dans l'industrie financière cette année et que cette hausse s'est également conjuguée avec un accroissement du montant des pertes extrêmes. L'entrée en vigueur en 2025 de la directive sur la résilience opérationnelle numérique (*Digital Operational Resilience Act*, DORA) va permettre de doter l'Union européenne des outils de gestion des risques spécifiques à la digitalisation des services financiers.

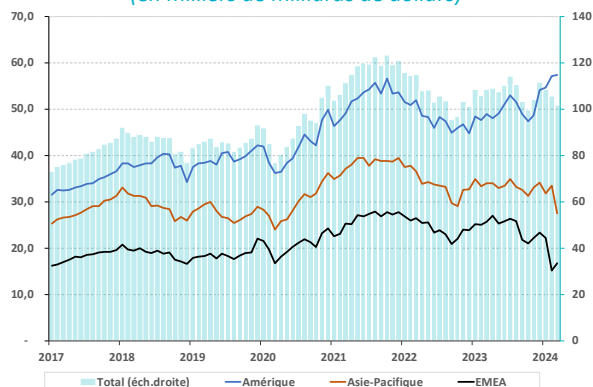
2.1. MARCHÉS D'ACTIONS

2.1.1. Des capitalisations boursières et des volumes en hausse en 2023

La capitalisation boursière mondiale a augmenté de 10 % en 2023, s'établissant à 111 652 milliards de dollars. La zone Amérique a porté cette croissance, sa capitalisation ayant crû de 21 % sur l'année, outrepassant la contraction de 2 % de la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA). Les valeurs technologiques – « les sept magnifiques » (*Magnificent Seven*, voir Chapitre 1), ont pu constituer les moteurs de cette dynamique haussière menant la région Amérique à compter pour plus de la moitié de la capitalisation mondiale sur le premier trimestre 2024.

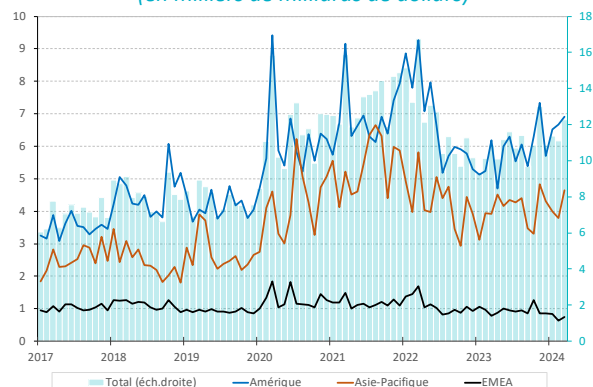
À l'échelle mondiale, les volumes de transaction sur actions sont repartis à la hausse pour s'établir à 10,9 milliers de milliards de dollars en 2023, soit une augmentation de 7 % par rapport à fin 2022. Celle-ci ne suffit néanmoins pas à effacer la baisse de 30 % observée en 2022. Alors que les volumes de transaction sont repartis à la hausse dans les zones qui avaient connu les plus fortes corrections en 2022, Amériques et Asie-Pacifique, les transactions dans les pays de l'EMEA ont connu un nouveau repli de 9 % en 2023.

Graphique 42 : Capitalisations boursières
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE, AMF

Graphique 43 : Volumes de transaction sur actions
(en milliers de milliards de dollars)

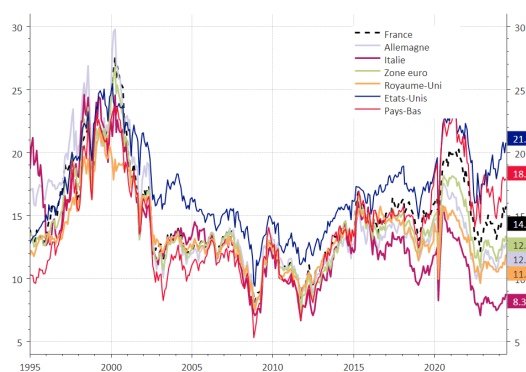


2.1.2. Un « découplage » Europe États-Unis sur les capitalisations boursières

Globalement, l'ensemble des capitalisations européennes ont connu une forte croissance à partir du quatrième trimestre 2023 : +13 % pour la France, +12 % pour le Royaume-Uni et l'Allemagne et jusqu'à +37 % pour les Pays-Bas. La place parisienne est ainsi devenue la première place boursière en Europe en termes de capitalisation en 2023.

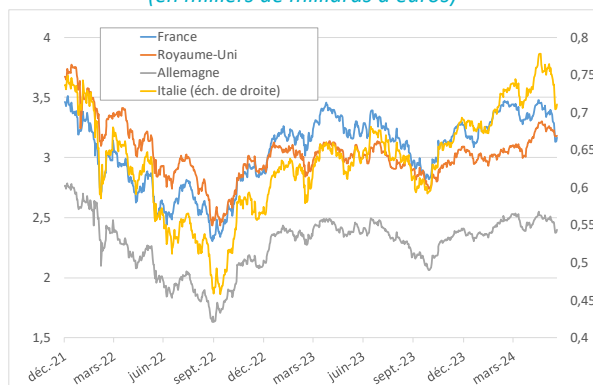
Les niveaux atteints par ces capitalisations interrogent. L'analyse des *Price earnings ratio* (PER), qui rapporte la valorisation boursière d'une société à son résultat net et traduit les attentes des investisseurs en termes de bénéfices futurs, montre que la situation est contrastée. Les PER européens se situent bien en deçà de ceux des États-Unis, qui sont très largement tirés par les sociétés fournisseuses de technologie d'IA. En Europe, un phénomène similaire de concentration est observé autour d'une dizaine de valeurs issues de secteurs d'activité néanmoins plus variés qu'aux États-Unis (technologie, santé, et luxe) (cf. Chapitre 1)

Graphique 44: Price-Earnings Ratio



Source : Refinitiv

Graphique 45 : Capitalisation boursière en Europe
(en milliers de milliards d'euros)



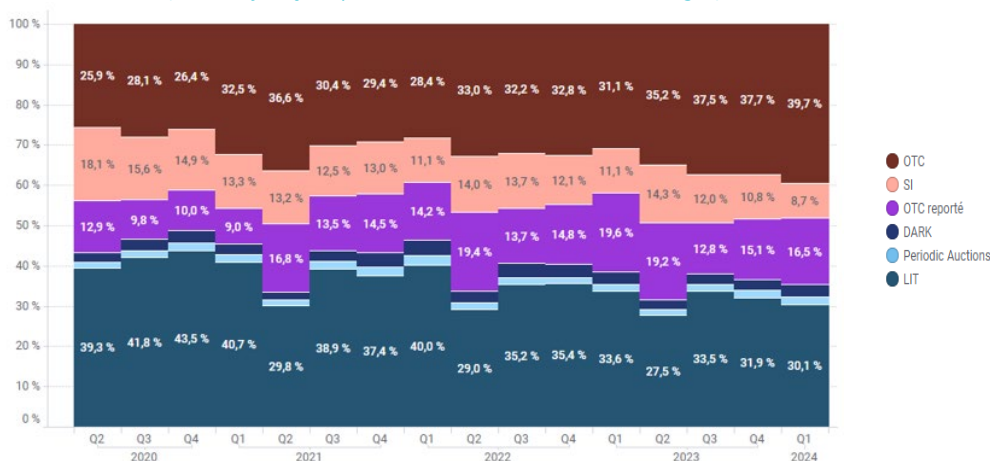
Source : Bloomberg

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

Les transactions de gré à gré ont confirmé leur croissance entamée dès 2021 et atteint un plus haut à 39,7 % au T1 2024. Cette augmentation se fait au détriment des internalisateurs systématiques dont la part de marché est passée sous la barre des 10 % à 8,3 %.

La part des transactions exécutées sur des plateformes *Lit* continue également de s'éroder pour s'établir à 30,1 %, tandis que la part des échanges réalisés en OTC et reportés aux plateformes atteint désormais les 16 %.

Graphique 46 : Évolution des parts de marché par lieu d'exécution
(marché français, part de marché en montants échangés)



Source : Market share report, Refinitiv

Sur Euronext, la tendance à la hausse marquée des volumes exécutés au *fixing* de clôture, déjà constatée dès début 2019, s'est fortement accentuée en 2023-début 2024. En mars 2024, le *fixing* a représenté jusqu'à 53,6 % des échanges et 29 composants du CAC 40 ont traité davantage au *fixing* qu'en continu.

Une étude réalisée en 2019²⁸ avait mis en avant plusieurs facteurs explicatifs, qu'il conviendra d'analyser à nouveau à l'aune de l'augmentation de ces volumes sur période récente :

- l'essor de la gestion passive, dont le mécanisme de création et annulation de parts se fait généralement à la valeur liquidative de fin de journée et dont la réplique exacte implique de négocier au cours de clôture ;
- les obligations de meilleure exécution prévues par les textes européens sur les marchés d'instruments financiers, MIF 2 ayant renforcé les exigences en matière d'information des clients sur l'analyse des coûts de transaction et de l'impact de marché. La négociation au *fixing* de clôture en facilite le respect ;
- la volonté d'échapper à l'arbitrage des HFT, généralement peu présents au *fixing* ;
- enfin, le rôle des algorithmes d'exécution qui ont amplifié les facteurs précédents, la liquidité attirant la liquidité.

Cette concentration des volumes en fin de journée, couplée avec une augmentation des volumes traités en dehors des plateformes *lit*, pourrait avoir pour effet de fragiliser le processus de formation des prix en cours de journée, faute de liquidité suffisante.

C'est dans ce contexte qu'une révision de la Directive MIF 2 a été adoptée en février 2024, dont le principal objectif vise à augmenter la transparence des marchés (cf. Encadré 3).

²⁸ [Fixing de clôture : l'AMF analyse son importance dans les échanges et les facteurs explicatifs](#), F. Raillon, octobre 2019

L'ESMA a lancé une consultation sur ces nouvelles dispositions³³. Le nouveau texte devrait par la suite entrer en application avant la fin de l'année.

❑ **Le passage au *single volume cap* pour les titres *equity***

Le *double volume cap* est une disposition introduite dans l'article 5 de la réglementation MiFIR qui prévalait jusqu'ici. Elle instaurait une limite sur la part des transactions sur actions pouvant recourir à une dérogation à l'obligation de transparence pré-négociation pour transactions en prix de référence³⁴ et transactions négociées de gré-à-gré et reportées sur un marché réglementé ou un système multilatéral d'échanges. Jusqu'alors, cette limite était duale et fixée à :

- 4 % du volume total échangé sur l'instrument financier sur le lieu d'échanges concerné au cours des 12 derniers mois ;
- 8 % du volume total échangé sur l'instrument financier sur l'ensemble des lieux d'échanges de l'UE au cours des 12 derniers mois.

Les nouvelles dispositions ne retiennent qu'un unique plafond (*single volume cap*), de 7 % du volume total échangé sur l'instrument financier sur l'ensemble des lieux d'échanges de l'UE au cours des 12 derniers mois, pour recourir à la dérogation pour transactions en prix de référence. Les évaluations à l'échelle du lieu d'échange et le plafond pour les transactions de gré-à-gré reportés sont éliminés.

❑ **Lancement des systèmes consolidés de publication de bases de données (*consolidated tape*, ou CT)**

L'élaboration des CT sur les marchés européens s'inscrit dans le cadre des objectifs d'approfondissement de l'Union des marchés des capitaux (*Capital market union*, CMU). La mesure doit contribuer à accentuer l'intégration des marchés nationaux en facilitant la transmission de l'information entre les places boursières. Les CT permettront l'accès aux données de marché essentielles (*core market data*), c'est-à-dire les informations sur les prix et quantités échangées de chaque transaction financière, pour tout investisseur quelle que soit sa taille ou son importance. Les CT ne peuvent avoir une valeur marchande que si elles apportent de l'information pertinente sur le marché concerné et dans un délai aussi proche que possible du temps réel dans le but de contribuer au processus de formation des prix, éclairer les décisions d'investissement et, ex post, pouvoir apprécier la qualité de l'exécution d'un ordre. Il est ainsi essentiel qu'elles puissent capter une fraction significative du nombre et du volume des transactions.

Des CT seront proposées pour chaque classe d'actifs (obligations, actions, ETF et produits dérivés échangés de gré-à-gré), à la manière de celles proposées sur les marchés nord-américains sous le système TRACE. La première CT à voir le jour devrait couvrir les transactions obligataires, début 2025. Les CT actions et ETF devraient être lancées au deuxième semestre 2025.

Encadré 4 : Passage au T+1

Le délai de règlement-livraison est le temps qui sépare l'exécution d'une transaction et son dénouement effectif, c'est-à-dire, l'échange des titres et espèces. Le contexte international a initié un débat sur l'opportunité de réduire ce délai afin de diminuer les risques sur les marchés financiers.

❑ **Des marchés européens à « T+2 »**

Depuis 2014, le délai maximum autorisé dans l'UE et au Royaume-Uni est de 2 jours ouvrables à compter de la négociation³⁵ pour les transactions exécutées sur les plateformes de négociations (« T+2 »). Ce délai peut toutefois être plus long pour les transactions sur marchés primaires (*i.e.* émission initiale de titres) et les transactions négociées de manière privée ou exécutées de manière bilatérale qui sont déclarées à une plateforme de négociation.

Compte tenu de l'importance du bon fonctionnement du système de règlement-livraison des transactions, la réglementation européenne a introduit un régime dit de « discipline de règlement » via le règlement européen sur les dépositaires centraux de titres (CSDR)³⁶, afin d'inciter les acteurs à dénouer leurs transactions dans le délai requis. En particulier, l'UE se distingue d'autres juridictions en imposant des pénalités financières qui sont automatiquement appliquées en cas de défaut de règlement-livraison des transactions dans le délai de règlement convenu.

❑ **Des marchés nord-américains « à T+1 »**

Si les marchés nord-américains se sont alignés tardivement sur l'UE en raccourcissant leur cycle de règlement-livraison des transactions de trois à deux jours en 2017, ils ont été l'un des premiers marchés majeurs à le réduire davantage et à imposer

³³ La consultation est ouverte jusqu'au 28 août 2024 : [MiFIR review: ESMA consults on Consolidated Tape Providers and their selection](#)

³⁴ Lorsque le prix de l'instrument financier proposé sur un lieu de négociation est dérivé du prix proposé sur le lieu d'émission du titre ou du lieu d'échange le plus liquide pour le titre. Le prix de transaction dépend ainsi d'un prix public faisant office de référence

³⁵ Les délais variaient entre 3 et 2 jours selon les marchés et/ou les instruments financiers avant 2014.

³⁶ [Règlement \(UE\) no 909/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titre.](#)

la règle dite du « T+1 », en vertu de laquelle les transactions doivent être dénouées au plus tard le lendemain de la journée de négociation (sous réserve de certaines exemptions et à l'exception des *US Treasuries* qui se dénouaient déjà en T+1).

Cette réforme, qui avait été envisagée par les États-Unis au début des années 2000 puis abandonnée, a été initiée par l'industrie américaine. En particulier, la *Depository Trust & Clearing Corporation* – DTCC³⁷ – (i.e. le principal dépositaire central de titres aux États-Unis) a publié en 2021 un *white paper* appelant la SEC à modifier ses règles afin de mettre en œuvre le « T+1 ». Cette initiative fait notamment suite aux perturbations observées sur les marchés américains en 2020-2021 et en particulier au cours de l'épisode de *Gamestop-Robinhood* qui ont mis en avant les risques liés au délai de règlement-livraison et l'impact de sa durée sur la volatilité des marchés et les montants des marges appelées par les chambres de compensation. Le 1^{er} février 2023, la SEC a suivi la recommandation et adopté des règles imposant notamment un délai de règlement-livraison réduit à un jour à compter de la négociation³⁸. En application de ces règles, les marchés américains ont basculé à T+1 le 29 mai 2024. Compte tenu de leurs fortes interdépendances, les marchés canadiens, mexicains et jamaïcains ont également réduit le cycle de règlement-livraison de leurs marchés fin mai 2024³⁹.

Cette décision de la SEC a été motivée par plusieurs éléments, cette dernière considérant que le « T+1 » :

- entraînera une réduction des niveaux des risques auxquels les chambres de compensation et participants de marché sont exposés pendant la durée du cycle de règlement-livraison, en termes de risques de crédit, de marché et de liquidité, ce qui est favorable à la stabilité financière et à la liquidité ;
- conduira également à une diminution des montants des marges appelées par la chambre de compensation (étant précisé que DTCC avait estimé en 2021 que cela conduirait à une réduction de 41 % le montant des marges appelées par la chambre de compensation NSCC pour couvrir le risque de volatilité) ;
- accélérera l'accès pour les investisseurs particuliers aux titres (et à leurs fruits) dans un délai réduit, ce qui renforcera leur confiance dans les marchés.

❑ Actualités européennes

Le règlement CSDR a fait l'objet d'une révision en 2023. Le texte prévoit désormais que l'ESMA doit, au plus tard le 17 janvier 2025 et devra ensuite tous les deux ans, présenter un rapport au Parlement européen et au Conseil sur l'évaluation relative à l'éventuel raccourcissement du délai de règlement-livraison contenant les éléments suivants :

- une évaluation de l'opportunité de raccourcir le cycle de règlement et de l'incidence potentielle de ce raccourcissement sur les dépositaires centraux de titres, les plateformes de négociation et les autres acteurs du marché ;
- une évaluation des coûts et des avantages d'un raccourcissement du cycle de règlement dans l'Union, une distinction étant établie, le cas échéant, entre différents instruments financiers et différentes catégories de transactions ;
- une description détaillée des modalités de passage à un cycle de règlement plus court, une distinction étant établie, le cas échéant, entre différents instruments financiers et différentes catégories de transactions ; et
- une vue d'ensemble de l'évolution internationale des cycles de règlement et de leur incidence sur les marchés des capitaux de l'Union.

A cette fin, l'ESMA a conduit, fin 2023, une consultation publique sur l'opportunité de passer à T+1 dans l'Union. Les contributions qu'elle a reçues de l'industrie mettent notamment en exergue la complexité et les coûts opérationnels importants de mise en œuvre, qui sont de surcroît répartis inégalement selon le type d'acteurs⁴⁰.

Dans l'attente de la publication du rapport de l'ESMA, la Commissaire européenne McGuinness a toutefois indiqué que la question ne serait désormais plus de savoir « si » l'UE doit passer au « T+1 », mais plutôt de savoir « quand et comment » cette évolution devrait être mise en œuvre⁴¹. Au-delà de l'analyse d'impact devant être réalisée, le passage en « T+1 » constitue un chantier aux incidences et risques multiples affectant l'ensemble de la chaîne d'activité (de front à back office). Un temps de préparation pourrait être nécessaire pour en identifier les points clés, former les acteurs concernés. La mise en œuvre de ce passage devra se faire de façon ordonnée et convergente dans une « Europe des titres » qui reste fragmentée.

³⁷ [Accelerating the U.S. securities settlement cycle to T+1](#), publié par la DTCC en coordination avec la SIFMA, l'Investment company institute et Deloitte, le 1^{er} décembre 2021.

³⁸ [SEC Federal Register](#), voir Rule 15c6-1 et suivantes.

³⁹ L'Inde est passée au T+1 en octobre 2023 pour tous les instruments « cash » tandis que les marchés chinois et japonais ont adopté la règle du T+1 pour certains instruments financiers.

⁴⁰ Voir la publication de l'ESMA [ici](#).

⁴¹ [Discours du commissaire McGuinness à la table ronde de la Commission sur la diminution du cycle de règlement à l'UE](#), le 25 janvier 2024.

Outre-Manche, le Royaume-Uni a annoncé dans un rapport d'une *Accelerated Settlement Taskforce* mandatée par le Trésor britannique son ambition de passer au « T+1 » avant le 31 décembre 2027⁴².

Dans un contexte global où de nombreuses juridictions et notamment le Royaume-Uni envisagent également d'adopter le modèle du « T+1 », l'incitation à réduire le délai de règlement-livraison semble importante.

❑ Risques liés au décalage avec les marchés nord-américains

S'il permet de limiter les risques, le passage au « T+1 » aux États-Unis pourrait accroître significativement les coûts de transactions pour les opérateurs de marché, notamment européens, du fait de plusieurs décalages :

- une contrainte horaire forte qui accentue les délais de traitement des opérations de post-marché par le personnel de *middle-office*. Des équipes de nuit pourraient être nécessaires pour répondre aux délais avec prise en compte du décalage horaire en Europe ;
- un écart de financement des transactions en devises car les opérations de changes sont généralement réglées dans un délai de deux jours minimum (en particulier pour les opérations de change réalisées via le *CLS*). Les acteurs non-américains devront disposer de devises en dollars nécessaires pour régler leurs transactions sous un jour ;
- un écart entre les opérations de rachat/souscription de parts de fonds qui se réalisent sous 2 ou 3 jours et les opérations d'investissement des fonds, avec le risque de générer des problèmes de liquidités et des coûts plus importants pour les gestionnaires et donc *in fine* les investisseurs ;
- une hausse potentielle des coûts liés aux défauts de règlements-livraison dans les délais indiqués.

Les défauts ont concerné un montant moyen d'environ 30 milliards de dollars sur les titres du Trésor américain entre mai 2023 et mai 2024, d'après les chiffres de la DTCC⁴³.

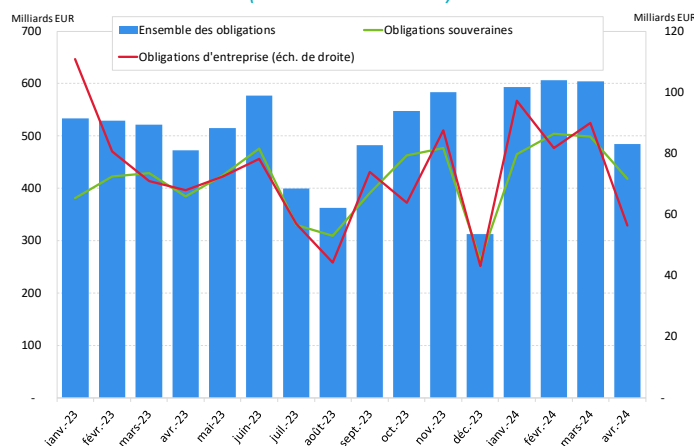
Enfin, les vendeurs à découvert devraient être en première ligne de ce changement structurel du fonctionnement du marché. Le délai raccourci augmente les besoins de financement garanti mais aussi et surtout, le risque de voir le prêteur rappeler les actions de manière prématurée et avant qu'elles ne soient vendues. En effet, un rappel d'action est un signal envoyé à l'ensemble du marché que non seulement les vendeurs à découvert mais aussi les prêteurs sont en position courte, accentuant ainsi les tendances à la baisse.

2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES

2.2.1. Liquidité rétablie en 2023

L'évaluation du niveau de liquidité des marchés obligataires se fait par l'analyse de trois indicateurs : les volumes échangés, le nombre d'obligations différentes échangées chaque jour et, enfin, l'écart interquartile des prix de transaction observés sur une journée, qui donne une mesure de la dispersion des prix auxquels les titres les plus liquides ont été échangés.

Graphique 49 : Volumes échangés sur les marchés obligataires français
(en milliards d'euros)



Source : calcul AMF, reporting des transactions au 30/04/2024

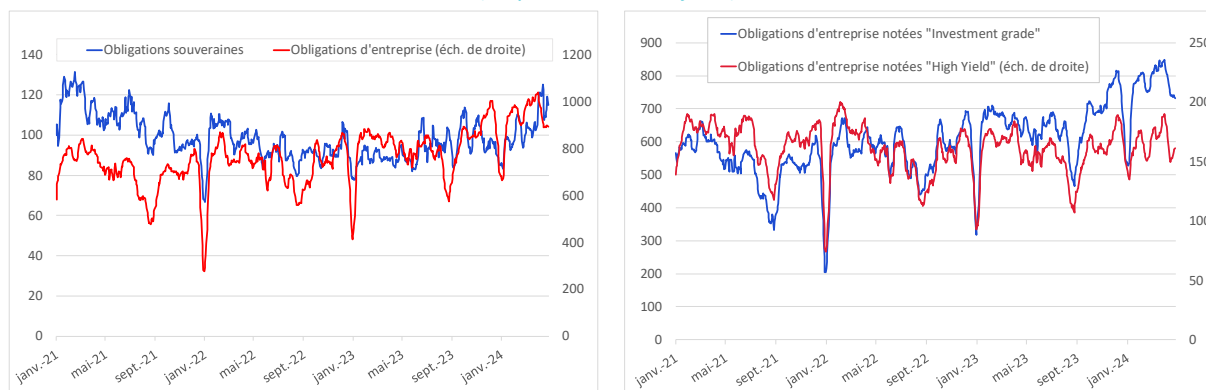
⁴² UK Treasury, [Accelerated settlement taskforce report](#), mars 2024.

⁴³ DTCC, [Daily total US Treasury trade fails](#).

Les volumes échangés sur les marchés obligataires s'inscrivent en hausse depuis l'automne dernier, s'établissant à hauteur de 600 milliards d'euros par mois début 2024 contre environ 500 milliards sur la même période en 2023. Comme chaque année, la saisonnalité a été forte avec des contractions prononcées des volumes durant l'été et un point bas au mois de décembre, deux fois inférieur aux volumes échangés en novembre. L'activité relativement modérée sur les marchés obligataires sur la première partie de l'année 2023 trouve une partie de son explication dans le resserrement progressif du bilan de la BCE. Les achats nets de titres dans le cadre du Programme d'achat d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) et du Programme d'achat d'actifs (*Asset Purchase Programme*, APP) sont, en effet, interrompus depuis 2022, et les réinvestissements dans ce dernier programme ont pris fin en juillet 2023. En conséquence, les marchés s'avèrent plus sensibles aux chocs externes et aux effets d'annonces que par le passé.

Depuis l'automne 2023, l'activité est plus soutenue tant sur les titres souverains que d'entreprise. Cet attrait peut s'expliquer par l'augmentation du rendement réel des obligations françaises grâce à une inflation plus contenue en France. De plus, la baisse de la volatilité et l'anticipation de politiques monétaires plus accommodantes de la Fed et de la BCE ont pu accroître l'intérêt des investisseurs. D'ailleurs, les volumes sont aussi soutenus sur le marché primaire.

Graphique 50 : Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée
(moyenne mobile 10 jours)



Source : AMF, reporting des transactions

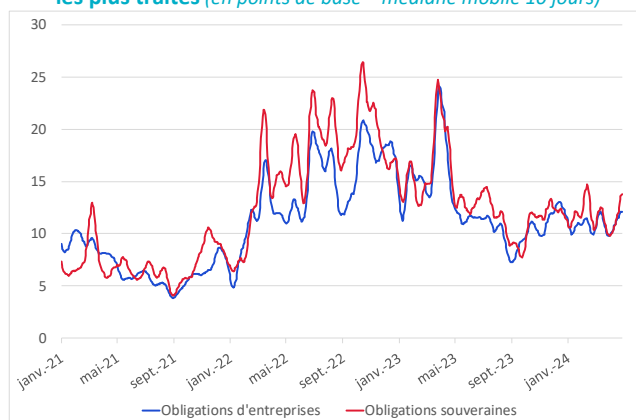
Le nombre d'obligations différentes effectivement échangées au cours de la journée a augmenté en 2023, notamment pour les obligations d'entreprise pour lesquelles il se rapproche du seuil de 1 000 obligations. Le nombre d'obligations souveraines échangées revient à son niveau de début 2021, au-dessus de 100 après une correction en 2022. À la différence du volume de transactions, largement dominé par les obligations souveraines, le nombre d'obligations échangées chaque jour se compose essentiellement d'obligations d'entreprise. Celles-ci représentaient environ 90 % des obligations différentes échangées chaque jour.

Parmi les obligations d'entreprise (Graphique 50, droite), les titres notés « *Investment grade* » ont porté la hausse des obligations d'entreprise échangées. Les titres de qualité supérieure représentaient ainsi 80 % des obligations échangées chaque jour, une part en hausse sur les derniers mois.

L'écart interquartile des prix constitue une mesure directe du coût lié à la consommation de la liquidité. En effet, contrairement à une mesure qui considérerait les *spreads* affichés par les teneurs de marchés, cet indicateur repose sur les prix effectivement pratiqués⁴⁴.

⁴⁴ Voir « Étude sur la liquidité des marchés obligataires français », 2015, AMF, Risques et tendances et « Mesurer la liquidité sur le marché des obligations d'entreprises », 2019, AMF, Risques et tendances.

Graphique 51 : Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités (en points de base – médiane mobile 10 jours)



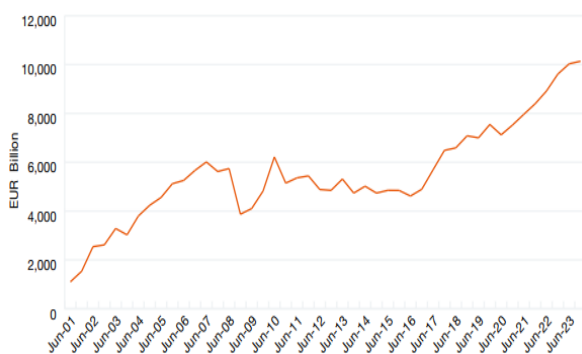
Source : AMF, reporting des transactions

L'analyse de cet indicateur révèle une amélioration de la liquidité depuis le premier trimestre 2023. Les hausses de taux d'intérêt en 2022 et jusque début 2023 avaient systématiquement mené à des dégradations de la liquidité. Cette causalité ne se matérialise plus sur les hausses de taux plus récentes, plus modérées de 0,25 point, qui ont été parfaitement intégrées par le marché et qui indique un changement de la trajectoire de la politique monétaire en Europe. Les annonces de mai, juin, août et septembre n'ont mené à aucun choc de l'indicateur.

2.2.2. Marché européen du repo, une normalisation

La croissance du marché du *repo* européen a ralenti en 2023, augmentant de 5 % par rapport à fin 2022 (contre 12 % l'année précédente), pour s'établir à 10 900 milliards d'euros pour les 60 entités participant à l'enquête de l'International Capital Market Association (ICMA).

Graphique 52 : Le marché du repo en Europe (en milliards d'euros)



Source : ICMA, European Repo market Survey, Repo Rate Funds

Graphique 53 : Taux pratiqués sur les obligations souveraines des pays core de l'Union européenne (General Collateral)



Source : ICMA, European Repo market 2021 year-end, Repo Rate Funds

L'ICMA constate des conditions de marché largement détendues en fin d'année 2023 relativement aux années précédentes. En effet, sur les derniers exercices, les acteurs de ce marché étaient intervenus de plus en plus tôt, dès l'été en 2022, pour régulariser leurs positions par crainte de raréfaction de collatéral de haute qualité (HQLA) à l'approche de la fin de l'année. Le stress généré avait alimenté la hausse des primes sur les collatéraux allemands et français en premier lieu mais aussi sur les *spreads* italiens et espagnols.

L'année 2023 semble marquer un retour à la normale avec des acteurs de marché qui n'ont commencé à régulariser leurs positions qu'à partir d'octobre, comme c'était traditionnellement le cas avant 2020, limitant ainsi la hausse

des primes. Les taux *repo* sur les collatéraux allemands et français se sont limités à €STR-250 bp et €STR-150 bp⁴⁵ respectivement en octobre, avant de s'éroder à €STR-60 bp et €STR-40 bp en fin d'année. L'ICMA explique ce retour à la normale par :

- la disponibilité du collatéral souverain liée au re-paiement continu du TLTRO III et au remboursement des programmes (*Pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et (*Public sector purchase programme*, PSPP). La hausse des collatéraux a aussi été soutenue par des émissions nettes des gouvernements européens en hausse en 2023 (à 470 milliards d'euros) ;
- la réduction des positions des *hedge funds* en Europe qui se sont reportés sur les marchés américains et japonais ;
- la baisse de la base EUR-USD qui avait généré des opportunités de *swap* de l'euro pour les détenteurs de dollar. Avec un cours proche de la parité en fin d'année 2023, les pressions à la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar se sont amoindries ;
- les grandes banques semblent aussi avoir rencontré moins de pressions sur leurs exigences réglementaires en capital (ratio de levier), libérant la tension sur les actifs de haute qualité⁴⁶.

2.2.3. État des lieux du marché du repo européen

Le 9 avril, l'ESMA a publié son premier rapport exploitant les données issues du *reporting* SFTR visant à accroître la transparence sur le marché du *securities financing* ([EU Securities financing transactions markets 2024](#)). Le rapport fait état d'une taille de marché de 9,8 trillions d'euros pour les opérations de financement sur titres, dont les deux-tiers sont supportées par les opérations sur le *repo*, le reste se composant de positions sur prêts de titres⁴⁷ (23 %), de rachat/revente de titres (8 %) et de prêts de marges (1 %).

□ Des transactions majoritairement non compensées

Il apparaît que 61 % des montants échangés en 2023 se font via des transactions bilatérales et ne sont pas compensés, 60 % des volumes sont exécutés de gré à gré et près de la moitié de l'encours des *repo* (47 %) a une maturité *overnight*.

Le rapport informe aussi que seuls 41 % des montants sont échangés entre contreparties de l'EEE avec des interactions fortes avec le Royaume-Uni et les États-Unis. La France est le pays concentrant la majorité des transactions *repo* parmi les pays de l'UE (55 % des emprunts et 53 % des prêts).

Le rapport confirme que les titres souverains sont majoritairement sollicités dans la constitution du collatéral (87 % des collatéraux et même 98 % pour les *repo* compensés centralement).

□ Un niveau de risque modéré en Europe

Pour les transactions *repo* non-compensées, le risque de crédit de l'emprunteur est mesuré par les *haircuts*, i.e. la différence entre la valeur de marché du collatéral et le montant emprunté. L'écart rend compte du risque associé à la transaction que ce soit pour des critères de liquidité, de volatilité du prix, de risque de sous-jacent ou encore le profil de risque affiché par les contreparties. En 2023, respectivement 33 % et 62 % de la valeur des collatéraux non compensés constitués d'obligations d'entreprise et de produits titrisés faisaient état d'un taux de *haircut* supérieur à 2 %, une part qui semble relativement contenue. Leur part était de 6 et 10 % respectivement pour des *haircuts* très élevés, à savoir supérieurs à 10 %, en 2023.

⁴⁵ À titre de comparaison, en 2022, les primes étaient montées à €STR-350 bp pour le collatéral allemand et €STR-250 bp pour le collatéral français.

⁴⁶ Ces dernières années, cette pression réglementaire s'était matérialisée par une hausse des taux sur les bons du Trésor américains de très court terme, qui sont une alternative au marché *repo*. La baisse de ces taux fin 2023 peut être vue comme la baisse de cette pression.

⁴⁷ Là où le *repo* est un prêt avec collatéral, les SBSC n'apportent aucune marge initiale et ne sont pas soumis à des appels de marges. Ils n'autorisent pas la substitution des actifs et contraignent les acheteurs à payer des coupons aux vendeurs jusqu'à maturité.

Encadré 5 : Focus sur le Basis Trade sur Treasuries US

Au troisième trimestre 2023, la Fed⁴⁸ et la BRI⁴⁹ se sont inquiétées de la hausse des positions spéculatives tenues par les *hedge funds* sur le marché de la dette souveraine américaine (*Treasuries*). Ces positions spéculatives, appelées « *basis trade* », ont atteint des niveaux similaires à ceux des deux dernières crises sur ce marché (stress sur le marché *repo* en septembre 2019 et le *dash-for-cash* en mars 2020). En effet, les positions courtes nettes sur les futures *Treasuries* ont atteint environ 600 milliards de dollars, tandis que les montants compensés déclarés par les *hedge funds* (HF) ont doublé entre octobre 2022 et mai 2023.

Les stratégies de *basis trade* sont des arbitrages qui visent à exploiter un écart de prix (la « *base* ») existant à un instant donné entre les *Treasuries* et les contrats à terme sur les mêmes obligations⁵⁰. En 2023, les HF ont acheté des obligations et tenu des positions majoritairement vendeuses sur les contrats futures (lesquels étaient fortement valorisés relativement au sous-jacent). L'acquisition des obligations a été financée sur le marché du *repo* dans le but de bénéficier d'un effet de levier synthétique puisque les obligations acquises servent de collatéraux aux emprunts. L'opération génère un bénéfice dès lors que la différence entre le prix de vente des futures est supérieur au cours de l'obligation ajouté du coût de financement de l'opération sur le marché *repo* lorsque les contrats sont amenés à maturité. Les opportunités d'arbitrage sont généralement très faibles, mais le levier du marché *repo*, cumulé au levier synthétique issu des marchés à terme⁵¹, permet de maximiser le profit de l'opération en investissant des montants généralement très élevés. La BRI a observé des niveaux de levier jusqu'à 70 fois sur le future 5 ans sur l'US *Treasuries* et jusqu'à 50 fois sur le future 10 ans équivalent.

De tels niveaux de levier peuvent conduire à des débouclages anticipés en cas de variations de marges importantes sur les marchés à terme et *repo*. Les marges imposées par les chambres de compensation sont particulièrement sensibles à la volatilité des taux d'autant qu'un tel événement augmente le besoin de liquidité des opérateurs de marché. La BRI a d'ailleurs signalé que les deux précédentes crises sur les *Treasuries* ont été précédées par une hausse des exigences de marges initiales. De plus, le taux *repo* détermine le coût de financement de la stratégie et se révèle très sensible au manque de liquidité⁵² dans un contexte de resserrement monétaire.

Les stratégies de *basis-trade* sont, en revanche, faiblement répliquées sur les titres européens. Les futures sur les titres de dette allemande ou française présentent des positions ouvertes globalement stables ou en déclin depuis 2022, ne faisant pas craindre une accumulation des positions comme sur les futures sur *Treasuries*. De même, le niveau de dette souveraine mise en pension (*repo*) est deux fois plus faible en Europe qu'aux États-Unis. Néanmoins, les interconnexions sont fortes et un stress sur le marché des taux aux États-Unis pourrait avoir des effets de contagion sur les marchés européens.

Qui plus est, les risques de levier sont suivis par les autorités compétentes dans le cadre de l'article 25 Directive AIFMD qui impose un *reporting* trimestriel des niveaux de levier des fonds d'investissement alternatifs auxquels appartiennent les HF. Dans le cas où une autorité détecterait un fonds, ou un groupe de fonds, qui utiliserait un effet de levier susceptible de faire porter un risque pour la stabilité financière, elle peut forcer le gérant à le réduire⁵³. L'article 25 n'a été activé qu'à deux reprises en Europe, par l'autorité irlandaise fin 2022 pour réduire le levier des fonds immobiliers⁵⁴ et par les autorités irlandaise et luxembourgeoise en mai 2024 pour les fonds GBP LDI.

2.2.4. Révision des règles de compensation sur les marchés de titres souverains et de repo aux États-Unis

Le 13 décembre 2023, la SEC a adopté de nouvelles règles de gestion des risques des chambres de compensation centrales (CCC) dans le but d'encourager la compensation des transactions sur le marché des titres souverains américains. Celui-ci est le plus important au monde dans cette classe d'actifs, de l'ordre de 26 000 milliards de dollars, mais demeure majoritairement non-compensé (pour 70 à 80 % selon la SEC), générant des risques pour la

⁴⁸ <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/recent-developments-in-hedge-funds-treasury-futures-and-repo-positions-20230830.html>

⁴⁹ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2309w.htm

⁵⁰ Le prix à terme rend compte de la valeur de marché de la détention du sous-jacent à la date du terme. L'écart rémunère la prise de risque.

⁵¹ Les marchés à terme génèrent un levier dit synthétique puisque l'apport de marges équivalent à une fraction des positions prises suffit à intervenir sur ces marchés. Bien évidemment, les opérateurs sont ensuite sujets à des variations de marge quotidiennes auxquelles ils doivent répondre.

⁵² En septembre 2019, l'échéance d'un paiement d'impôt sur les sociétés aurait contribué à assécher les liquidités des banques, conjuguant à l'émission de nouveaux *Treasuries*, entraînant le stress sur le marché *repo*.

⁵³ L'autorité doit suivre une procédure faisant intervenir l'ESMA et l'ESRB.

⁵⁴ L'autorité irlandaise fin 2022 a imposé une limite de levier aux fonds immobiliers investis lorsqu'ils sont investis à au moins 50 % sur le marché irlandais. La limite a été fixée à 250 % avec effet immédiat et une phase de transition de 5 ans pour les fonds déjà existants.

stabilité financière des États-Unis avec des répercussions pour l'ensemble des économies⁵⁵. La SEC souhaite un encadrement plus important des transactions sur ce segment et plus spécifiquement des opérations *repo*, particulièrement actives sur les titres américains et très sensibles à la disponibilité du *cash* pour la constitution des collatéraux, ce qui a pu être constaté lors des déstabilisations dérivées du *dash-for-cash* en mars 2020.

La SEC va imposer, aux CCC sous leur autorité, la compensation :

- des opérations de *repo* et *reverse repo* conclues par un membre de la chambre de compensation et garanties par des titres du Trésor américain, à l'exception des contreparties de gouvernements locaux, fédéraux ou d'autres organismes de compensation. Les transactions intra-groupe seront aussi exemptes de l'obligation ;
- de toutes transactions d'achat ou de vente conclues par un membre de la chambre de compensation qui est un *broker* ou conclues sur le marché *interdealer* ;
- de toutes transactions conclues entre un membre de la chambre de compensation et un intermédiaire pour le compte de tiers ou pour son compte propre intervenant sur titres souverains.

L'obligation de compensation sur les transactions *repo* commencera au 30 juin 2026, mais le reste de la réforme prendra effet en amont dès le 31 décembre 2025.

Un changement de fonctionnement du marché américain devrait avoir des répercussions sur les opérateurs européens, entre autres, intervenant sur ce marché. L'instauration de marges obligatoires sur les transactions *repo* doit aider les banques et autres contreparties qui prêtent sur ce marché, mais accroît aussi les coûts de transactions pour les emprunteurs, notamment les *hedge funds*. Ainsi, le levier associé aux stratégies de *basis trade* (tels que présentés dans l'Encadré 5) devrait diminuer, contractant les gains potentiels et l'occurrence de ces opérations.

2.3. MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS

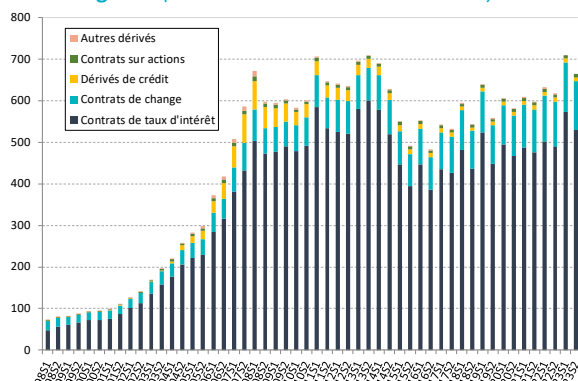
2.3.1. La remontée des taux a fortement augmenté l'activité sur marchés dérivés

Les montants notionnels bruts mondiaux des dérivés négociés de gré à gré ont fortement augmenté au premier semestre 2023 pour repasser au-dessus des 700 000 milliards de dollars. Cette croissance a été, en premier lieu, portée par les dérivés de taux dans le contexte de changement de politique monétaire aux États-Unis et en Europe notamment. Ils se sont contractés sur la dernière partie de l'année à 667 058 milliards, maintenant une hausse de 8 % par rapport à fin 2022. Les dérivés de taux dominent toujours ces marchés et représentent 80 % des montants notionnels. Les dérivés de change, de crédit et sur actions, également fortement dépendant de l'évolution de la politique monétaire, ont aussi considérablement augmenté. En revanche, dans ce contexte de tension moindre sur les marchés de matières premières les dérivés sur ce segment ont fortement baissé en 2023.

Les valeurs brutes de marché, c'est-à-dire la somme des valeurs liquidatives de ces contrats, permettent de mesurer les montants en risque. Celles-ci se sont contractées de 12 % en 2023 pour s'établir à 18 122 milliards en fin d'année. Ce recul s'explique en grande partie par la contraction du solde des autres dérivés, auxquels appartiennent les dérivés de matières premières, qui redevient marginal dans le Graphique 55. Les valeurs brutes sur les dérivés de taux et de change sont aussi en repli sur l'année, de 13 % chacune.

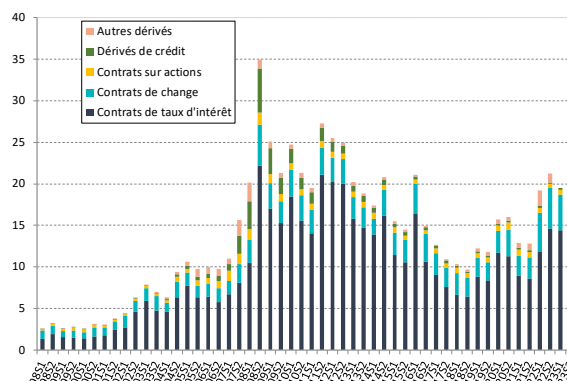
⁵⁵ Les banques centrales et les banques commerciales détiennent une grande partie des titres souverains américains. À noter que ces titres servent de *benchmark* pour les actifs sans risque dans le monde.

Graphique 54 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

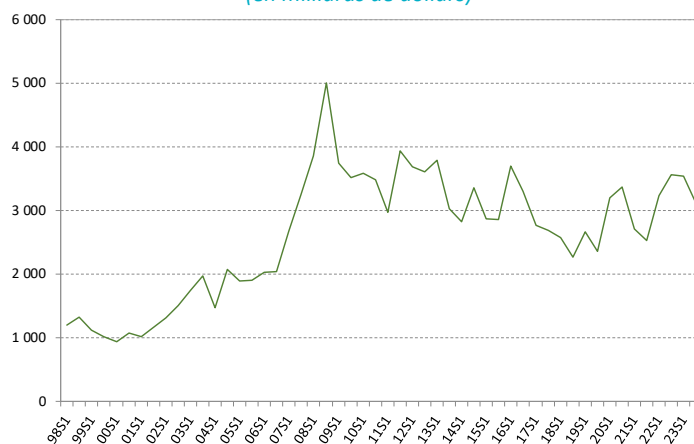
Graphique 55 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Les expositions brutes de crédit – qui corrigent les valeurs brutes de marché des expositions croisées entre institutions financières, constituant ainsi un indicateur agrégé de risque de contrepartie des positions sur dérivés insensible à la compression – ont enclenché une dynamique baissière en 2023, n’effaçant pas la forte hausse enregistrée en 2022. Elles se sont établies à 3 125 milliards de dollars fin 2023.

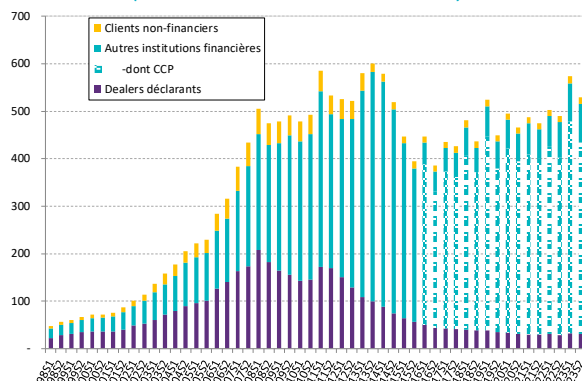
Graphique 56 : Expositions brutes de crédit (en milliards de dollars)



Source : BRI

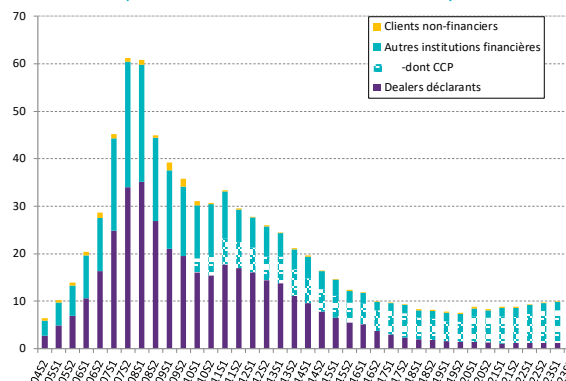
L’encours de dérivés de taux d’intérêt compensés s’est maintenu à un niveau stable à 76 % du total en 2023 pour 402 000 milliards de dollars en fin d’année. À l’inverse, il a baissé pour les *credits default swaps* (CDS), puisque la part de l’encours compensée est passée de 70 à 65 % entre le premier et le deuxième semestre 2023, terminant l’année à 56 000 milliards de dollars.

Graphique 57 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 58 : Encours mondial (notionnel) des credit default swaps par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)

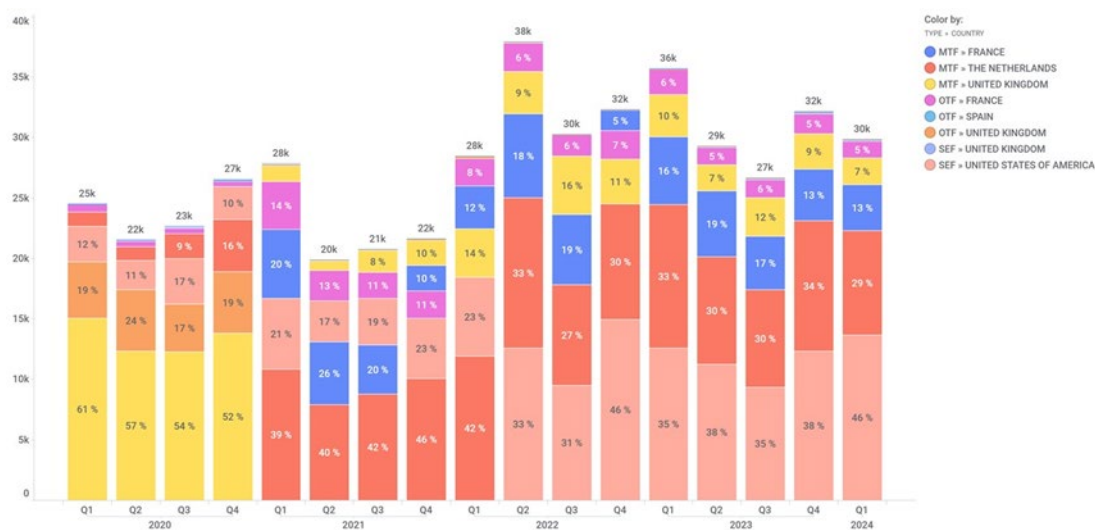


Source : BRI

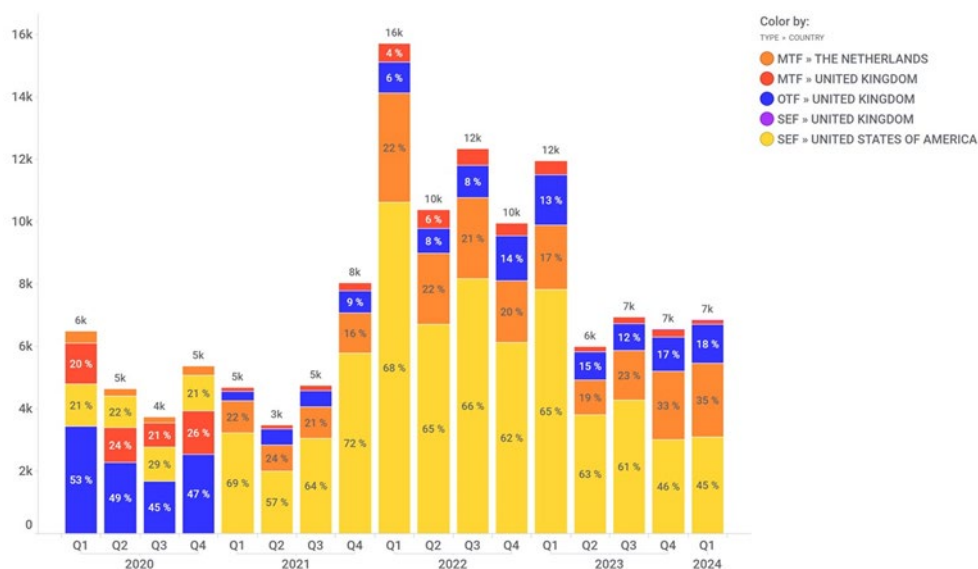
2.3.2. Plateformes européennes de transactions

Depuis 2021, le *Brexit* a entraîné une relocalisation des volumes traités sur dérivés soumis à l'obligation de négociation sur plateformes (*Derivatives Trading Obligation* ou DTO) prévue par MIF2 vers des plateformes européennes, notamment néerlandaises qui en ont été les premiers bénéficiaires. Néanmoins, depuis 2022, les plateformes américaines (*Swap Execution Facilities* ou SEF), bénéficiant d'une équivalence en Europe comme au Royaume-Uni, ont redirigé une part significative de l'activité des PSI français pour s'imposer comme leur principale destination. Une tendance qui s'est confirmée en 2023 (Graphique 57).

**Graphique 59 : Activité des prestataires de service d'investissement (PSI) français
sur swaps de taux fixes contre taux variables EUR, GBP ou USD**



sur CDS sur indices



Source : AMF, reporting des transactions

En 2023, les volumes échangés sur swaps de taux se sont maintenus à un niveau élevé dans le contexte de poursuite de la remontée des taux. Ils se sont cependant établis en recul, passant de 36 000 à 30 000 transactions entre le premier trimestre 2023 et celui de 2024. L'activité sur *swaps* de taux a largement profité aux plateformes américaines qui présentent la part de marché la plus élevée depuis le deuxième trimestre 2022. Début 2024, elles ont attiré jusqu'à 46 % des transactions. Dans le même temps, la part de marché des plateformes néerlandaises s'est contractée à hauteur de 30 %.

Concernant les dérivés de crédit, les volumes de transactions ont considérablement baissé en 2023, passant de 12 000 à 7 000 transactions entre les premiers trimestres 2023 et 2024. Les volumes se sont stabilisés à ce niveau sur les trois derniers trimestres. Le report de l'activité depuis le *Brexit* a très largement bénéficié aux SEF américains qui comptaient pour plus de la moitié des échanges depuis début 2021. Les deux derniers trimestres disponibles

marquent cependant un changement de tendance puisque les SEF américains ne comptent plus que pour environ 45 % des transactions, des parts de marché ayant été glanées par les MTF néerlandais qui totalisent environ un tiers des transactions sur la même période. Dans une moindre mesure, la part de marché des OTF britanniques a aussi augmenté ces derniers mois.

2.3.3. Marges bilatérales

Fin 2023, l'ISDA a évalué le montant total des marges collectées par les 32 plus grands participants de marché à 320,4 milliards de dollars, soit une hausse importante de 34 % par rapport à fin 2022. Celles-ci ont même plus que doublé en 3 ans (149,1 milliards fin 2020). Les marges reçues ont connu une croissance encore plus soutenue en s'établissant à 462 milliards fin 2023, en hausse de 42 % sur un an. Les exigences réglementaires continuent de peser pour l'essentielle des marges collectées (97 %) et reçues (80 %). L'ISDA attribue cette domination, toujours plus imposante, au passage à la sixième phase de la mise en œuvre des exigences de marges en septembre 2022.

Les marges de variation versées se sont contractées de 7 % en 2023, à 745,4 milliards de dollars, le retrait étant plus marqué pour les marges de variations reçues, à 13 % et passant sous les 1 000 milliards de dollars. La baisse concerne l'ensemble des marges de variation, réglementaires et discrétionnaires. Des conditions de marché plus stables et une volatilité plus modérée, sur les marchés actions et obligations en 2023 a pu réduire les marges de variations. Rappelons que seuls 32 participants de marché prennent part à l'étude de l'ISDA et que les marges échangées avec tout autre participant ne seront rapportées qu'unilatéralement, expliquant l'écart entre les soldes de marges versées et reçues.

Tableau 1 : Montants de marges versées et reçues
(en milliards de dollars, toutes juridictions confondues)

Type de marges	Origine du versement	Sens	2023	2022	2021	2023/2022
Marges initiales	Obligation réglementaire	versées	312,2	229,1	218,2	36%
		reçues	368,5	248,4	219,2	48%
	Versement discrétionnaire*	versées	8,2	9,2	9,4	-11%
		reçues	93,5	77,4	84,9	21%
Total marges initiales		versées	320,4	238,3	227,6	34%
		reçues	462,0	325,8	304,1	42%
Marges de variation	Obligation réglementaire	versées	527,6	556,1	487,5	-5%
		reçues	660,7	774,7	579,1	-15%
	Versement discrétionnaire	versées	217,8	248,4	308,3	-12%
		reçues	283,8	310,7	555,1	-9%
Total marges de variations		versées	745,4	804,5	795,8	-7%
		reçues	944,5	1 085,4	1 134,2	-13%
Total		versées	1 065,8	1 042,8	1 023,4	2%
		reçues	1 406,5	1 411,2	1 438,3	0%

(*) versements effectués par des entités ou pour des contrats n'entrant pas dans le champs de l'obligation réglementaire

Source : ISDA

Pour les 20 plus grands participants de marché, les titres souverains sont très largement constitutifs des marges initiales reçues et postées, ils comptaient pour environ 75 % des collatéraux apportés fin 2023. À l'inverse, les marges de variations sont davantage composées de *cash*, il représentait 54 % des marges de variation reçues et 61 % des marges versées. Le reste des marges de variation (reçues et postées) se composait de titres souverains à 31 %, le reliquat se répartissant sur d'autres titres.

Encadré 6 : Révision de EMIR

La Commission, le Conseil et le Parlement sont parvenus à un accord politique sur la révision de l'*European market infrastructure regulation* (EMIR) le 7 février 2024. L'un des principaux enjeux de cet accord est la réduction de la dépendance des contreparties européennes aux CCP de pays tiers d'importance systémique (les CCP dites de *Tier 2*). Pour atteindre cet objectif, la nouvelle réglementation introduit de nouvelles exigences pour les contreparties (financières et non financières). Celles-ci sont désormais contraintes d'assurer la connectivité et la disponibilité des ressources pour opérer et compenser dans des CCP de l'UE, y compris dans le cas de larges volumes ou pour de nouvelles transactions. Le point central de la réforme est l'obligation de détenir un compte actif dans une CCP de l'UE pour les contreparties sujettes à l'obligation de compensation des produits dérivés dans l'UE.

L'obligation concerne, pour le moment, les dérivés considérés d'importance systémique par l'ESMA, à savoir :

- Les dérivés de taux d'intérêt sur l'euro ou sur le zloty polonais échangés de gré-à-gré ;
- Les dérivés de taux d'intérêt de court terme (*Short-term interest rate derivatives*, STIR) en euros.

Concrètement, afin de garantir l'utilisation de ces comptes par les contreparties, l'accord prévoit l'obligation de compensation pour des transactions dites « représentatives » au sein du compte actif. Les contreparties concernées devront compenser, parmi trois classes d'actifs, au moins cinq transactions « représentatives » des contrats mentionnés plus haut et jusqu'ici compensés dans une CCP de *Tier 2* dans cinq sous-catégories selon :

- la classe des transactions dérivées ;
- la maturité des transactions ;
- la taille des transactions.

Seuls sont soumis à cette obligation de compensation au sein du compte actif les contreparties dont l'encours notionnel de compensation sur les dérivés considérés d'importance systémique (tels que mentionnés ci-dessus) dépasse 6 milliards d'euros.

Les transactions « représentatives » s'appliquent à une fréquence semestrielle ou mensuelle si l'encours notionnel de compensation de la contrepartie dépasse 100 milliards d'euros. La réforme comporte ainsi un double avantage : d'une part une assurance de compensation aux standards européens – qui comprend des garanties de bons fonctionnements et des stress-tests au moins une fois par an, d'autre part une visibilité et un suivi du niveau d'exposition des acteurs européens.

Les amendements ayant pour but de rapatrier la compensation en Europe, les contreparties compensant déjà 85 % de leur notionnel sur les trois catégories de dérivés au sein d'une CCP européenne sont exemptées de ces nouvelles dispositions. Les activités de « compensation client » doivent être retirées de l'encours de compensation des contreparties. Enfin, dans le cas où les transactions représentatives représentent plus de la moitié du total des transactions de la contrepartie sur les 12 derniers mois, l'obligation pourra être satisfaite avec uniquement une transaction représentative par classe d'actifs, catégorie de contrats et sous-catégories (en lieu et place de cinq transactions représentatives dans les autres cas).

Parmi les autres sujets couverts, l'accord politique sur la révision d'EMIR prévoit notamment de nouvelles règles en matière d'autorisation de l'utilisation d'un modèle de calcul de marges bilatérales pour les dérivés non compensés centralement. En particulier, lorsque le modèle que souhaitera utiliser ou modifier une contrepartie soumise à l'obligation d'échange de marges bilatérales est un modèle « standard » (pro-forma), cette contrepartie devra préalablement solliciter la validation du modèle « standard » (ou de sa modification) par l'EBA, avant de déposer une demande d'utilisation du modèle auprès de son autorité nationale compétente.

2.4. MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Les marchés des dérivés de matières premières offrent, en premier lieu, des contrats permettant aux producteurs, négociants et industriels de se couvrir contre les aléas pesant sur les prix de vente futurs de leur production et/ou d'achat de leurs approvisionnements. Les marchés de produits dérivés ont une importance centrale pour les marchés de matières premières car, là où les prix physiques sont trop opaques et rigides à court terme pour intégrer l'information de marché en continu, les cours financiers ont la liquidité suffisante pour s'établir comme des références internationales.

2.4.1. La détente se poursuit pour les marchés de dérivés de matières premières agricoles

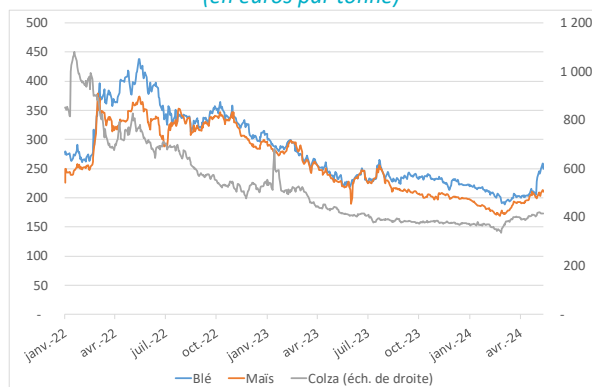
Euronext est le marché de référence pour le blé tendre en Europe et le deuxième plus important derrière le *Chicago Board of Trade* (CBOT). La place parisienne traite aussi des contrats sur le maïs et le colza. Contrairement au marché

américain, dominé par les acteurs financiers, le marché français se caractérise par une forte présence des entreprises commerciales qui détiennent près de 60 % des positions et sont exposées sur le marché physique.

L'année 2023 a poursuivi le mouvement de détente engagé au deuxième semestre 2022. L'éclatement du conflit en Ukraine avait retiré de l'offre mondiale deux des principaux producteurs de grains au monde, menant les cours de chacun des trois contrats vers leur record historique. À partir de l'été 2022, la Russie, l'Ukraine, la Turquie et les Nations Unies se sont accordés pour autoriser temporairement des couloirs d'exportations de produits agricoles depuis la mer Noire. L'accord a été renouvelé en novembre 2022⁵⁶, mars 2023 et mai 2023, mais n'a pas été renouvelé depuis son arrêt le 17 juillet 2023. L'Ukraine a cependant pu réagir en établissant une nouvelle route longeant les côtes roumaines, bulgares et turques pour gagner la mer Méditerranée.

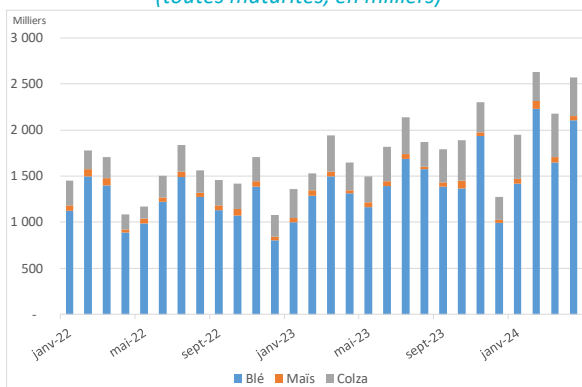
Dans le même temps, les conditions météorologiques relativement bonnes en 2022 et 2023 ont permis des récoltes abondantes, permettant de reconstituer les stocks et d'accroître l'offre mondiale en 2023 en dépit des sanctions maintenues sur les exportations russes pour le marché européen notamment. Les cours des trois contrats de grains et oléagineux ont ainsi été ramenés à leurs niveaux pré-conflit, à 200 euros la tonne pour le blé et le maïs et autour de 400 euros la tonne pour le colza. En mai 2024, la recrudescence des tensions en Ukraine, les sécheresses en Russie et dans le Sud des États-Unis et le climat trop humide en Europe de l'Ouest depuis l'automne ont réenclenché un rallye sur le cours du blé, lequel a crû de plus de 20 % sur la première quinzaine de mai.

Graphique 60 : Prix des contrats Euronext
(en euros par tonne)



Source : Refinitiv

Graphique 61 : Nombre de contrats MATIF échangés
(toutes maturités, en milliers)



Le nombre de contrats MATIF blé et colza échangés sont en forte hausse depuis la fin du premier semestre 2023 en différence annuelle (2,5 milliards en moyenne contre 1,5 milliard auparavant).

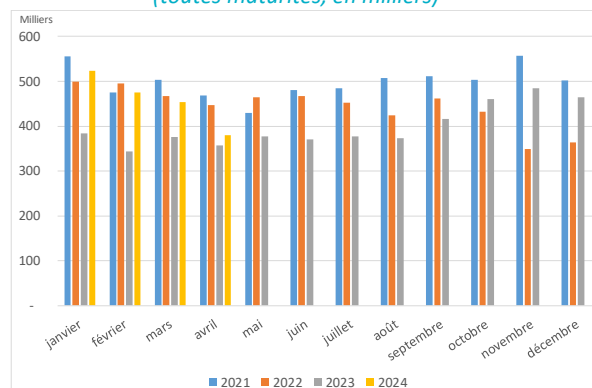
Le nombre de contrats ouverts (*open interest*) sur le contrat blé a diminué sur les trois premiers trimestres de l'année, revenant à leurs niveaux de 2020 entre 300 et 400 mille contrats. Néanmoins, depuis le dernier trimestre 2023, le nombre de positions ouvertes est reparti à la hausse.

Dans le contexte de marché baissier, les institutions financières ont inversé leurs positions sur les contrats blé pour prendre une position nette courte depuis 2023, à l'inverse des agents commerciaux. En effet, dans le contexte de baisse des prix, les agents exposés sur le marché physique ont intérêt à acheter des contrats *futures* pour bénéficier du *netting* de leurs positions physiques (vendeuse) et *futures* (acheteuse)⁵⁷.

⁵⁶ Après le retrait de la Russie fin octobre.

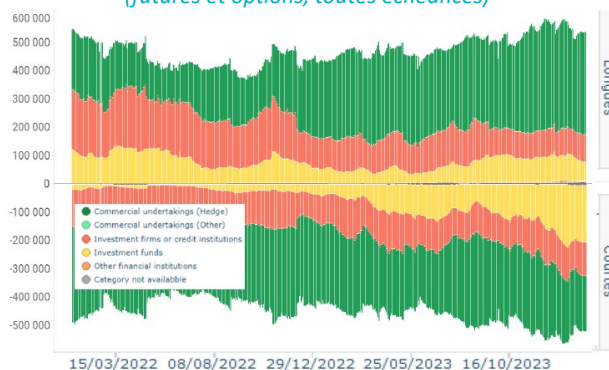
⁵⁷ Le propre des négociants de matières premières est justement d'assurer la transformation dans le temps et l'espace d'une production. Si le second point s'entend facilement, le premier consiste à rechercher les meilleures conditions de marché pour vendre une matière première. Cela se réalise en prenant des positions inverses sur les marchés physiques (celui du sous-jacent matière première) et le marché à terme (celui du contrat *futures*).

Graphique 62 : Positions ouvertes et cours sur le contrat MATIF blé Euronext
(toutes maturités, en milliers)



Source : Refinitiv

Graphique 63 : Positions brutes sur contrats blé par catégorie d'acteurs
(futures et options, toutes échéances)



Source : Déclarations de position matières premières Euronext

2.4.2. Des marchés de l'énergie qui se normalisent

Première filière concernée par le conflit en Ukraine du fait de la dépendance européenne au gaz russe, les cours énergétiques européens avaient connu des épisodes de flambées particulièrement prononcées en 2022 alors que les niveaux de stocks étaient à des niveaux très faibles. Depuis, les cours de l'énergie, hors pétrole, suivent globalement une tendance baissière, s'éloignant des cours enregistrés lors des pics de 2022. L'hiver 2023-2024 a été relativement doux, permettant la reconstitution des stocks européens et rassurant les investisseurs sur la capacité des pays européens à répondre à leurs besoins en énergie à court-moyen terme. Par ailleurs, en dépit de tensions élevées, les tensions ne se sont pas diffusées à l'ensemble de la zone, déterminante dans la production de pétrole et l'approvisionnement européen, limitant l'incidence sur le cours du pétrole (voir cours du Brent⁵⁸ sur le Graphique 64). Sur le reste de l'année, les cours ont repris leur apaisement. Le cours du gaz naturel TTF, origine Pays-Bas et servant de référence pour le marché européen, est durablement revenu sous la barre des 50 euros le MWh, s'établissant à 30 euros environ début 2024. Il est ainsi très éloigné des bornes d'activation du mécanisme de plafonnement du prix du gaz prévu par le *Market correction mechanism*⁵⁹ entré en vigueur le 15 février 2023. Le cours reste durablement au-dessus de son niveau historique, le MWh oscillait entre 3 et 10 euros en 2020.

Sur le marché de l'électricité, le cours de l'indice Phelix (*Physical Electricity Index*) fait office de référence pour la zone européenne. Le cours a globalement suivi le gaz naturel mais avec une volatilité plus forte. Les prix du MWh varient entre 40 et 100 euros en ce début 2024, soit bien en deçà des prix observés en 2022 et sur le début de l'année 2023. Cependant, comme pour le gaz naturel, les cours ne reviennent pas à leur niveau d'avant crise entre 10 et 40 euros le MWh et où les incursions au-delà de 50 euros étaient très rares. Enfin, le Graphique 64 montre aussi des cours négatifs pour le prix de l'électricité. Ce phénomène n'est pas anormal sur ce marché où les capacités de stockages sont très limitées tandis que la distribution est bornée par les limites d'absorption des réseaux électriques.

La normalisation des marchés de l'énergie a permis de réduire, en 2023, les tensions sur les marges des contreparties.

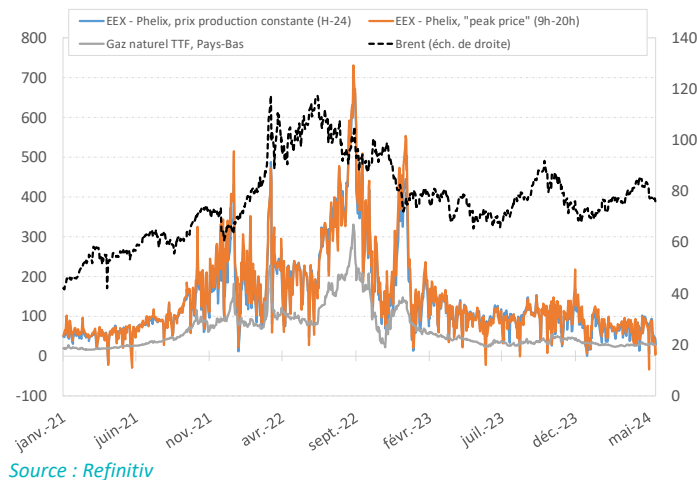
⁵⁸ Le Brent est l'indice de prix du pétrole origine Mer du Nord qui sert de prix de référence pour les origines européennes.

⁵⁹ Le *market correction mechanism* pose un plafond dynamique du prix du gaz naturel TTF dès lors que les deux conditions suivantes sont vérifiées :

- le cours du contrat TTF *front month* dépasse 180 €/MWh pendant 3 jours consécutifs ;
- l'écart entre le cours du contrat TTF et le prix de référence du gaz naturel liquéfié (GNL) dépasse 35 €/MWh pendant ces 3 mêmes jours.

Pour davantage de détails, voir encadré 2 (p47) de la [Cartographie des marchés et des risques AMF de 2023](#).

Graphique 64 : Prix de l'énergie en Europe
(prix mensuel en euros/MWh et euros/baril)



Source : Refinitiv

2.4.3. Le marché des quotas carbone européen : une volatilité accrue

□ Un marché impacté par la volatilité des marchés de l'énergie

Le système d'échange de quotas d'émissions (QE) de gaz à effet de serre, également appelé « marché du carbone », est un outil réglementaire dont le but est de contribuer aux objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Un QE donne le droit d'émettre une tonne de CO₂ à son détenteur. Instauré depuis 2005 en Europe, son offre dépend des quotas d'émissions fixés par les autorités publiques qui peuvent être distribués gratuitement ou via une mise aux enchères laquelle est hébergée par l'*European Energy Exchange* (EEX) en Allemagne. Depuis la révision de la directive MiFID en 2018, les quotas d'émission sont considérés comme des produits financiers⁶⁰ et encadrés en tant que tel. Ils peuvent, par la suite, être échangés sur des marchés secondaires. Comme pour les marchés de matières premières, les contrats *futures* servent de référence de prix sur le marché secondaire.

En 2023, le cours des quotas européens a abandonné la dynamique ascendante engagée depuis 2019, en dépit de chocs ponctuels bien que très marqués (crise pandémique, éclatement du conflit en Ukraine, et crise énergétique à l'été 2022). Les cours ont passé la barre symbolique des 100 EUR/t en février 2023 avant de se contracter le reste de l'année pour effacer la hausse des deux premiers mois. La chute des cours s'est fortement accélérée début 2024 pour descendre à hauteur de 50 EUR/t, fin février 2024, soit une division par deux du cours en un an. Plusieurs raisons expliquent ce déclin :

- le ralentissement de l'activité industrielle et la croissance de la génération d'énergie éolienne a réduit les émissions de carbone en Europe laissant craindre un excédent d'offre de quotas ;
- l'hiver relativement doux en Europe a réduit les besoins énergétiques de l'UE (dont les stocks sont déjà à des niveaux élevés pour le gaz notamment), confirmant la baisse de la demande de quotas. De plus, fin 2023, de nouveaux sites de production d'électricité dans la filière hydraulique ont été lancés, augmentant encore la part des énergies renouvelables dans le mix européen ;
- les élections européennes de 2024 pourraient accentuer le phénomène en cas d'arrivée de candidats climato-sceptiques au pouvoir.

Le cours des quotas européens est depuis reparti à la hausse pour s'établir autour de 70 EUR en mai.

⁶⁰ Directive n° 2014/65, du 1^{er} octobre 2014, Annexe 1, Section C, point 11.

Graphique 65 : Cours du contrat *futures* sur les quotas d'émission de CO₂ européen
(en euros par tonne)



Sources : Refinitiv

Encadré 7 : Fonctionnement du système d'échange de quotas européens

Le marché européen, comme la plupart des marchés d'échanges de quotas de carbone, est structuré autour du principe de *cap and trade*⁶¹ par lequel une autorité de régulation plafonne les émissions totales autorisées pour une entité (des sociétés ici) émettant des gaz à effet de serre (GES) pour une période déterminée (un an). Les quotas couvrent l'émission d'une tonne d'équivalent CO₂.

□ Fonctionnement

Le nombre de permis d'émission est plafonné (*cap*) par une autorité. Les permis sont distribués gratuitement ou vendus par un système d'enchères aux émetteurs de GES (usines et centrales dans le schéma 1) ou à des acteurs financiers désireux de prendre une exposition sur le prix du carbone dans ce qui peut s'apparenter à un marché primaire. Les bénéfices générés par la mise aux enchères des quotas participent au financement des investissements dans les projets de réduction des émissions de carbone. Les permis sont ensuite échangeables sur un marché « secondaire » (*trade*), de gré-à-gré⁶² ou réglementé⁶³, afin de permettre aux sociétés d'ajuster leurs émissions de GES à mesure que l'année avance⁶⁴. Le niveau de plafonnement du nombre de permis doit, en principe, être inférieur au niveau des émissions *futures* anticipées dans le but d'inciter à la réduction des émissions. Le niveau du plafonnement est décroissant d'année en année et le rythme de diminution est fixé par des règles immuables. À la fin de chaque année, les sociétés soumises à l'obligation de compensation de leurs émissions de carbone par des quotas d'émission doivent restituer à l'autorité de contrôle (la Caisse des dépôts et consignations en France) un nombre de permis suffisant pour couvrir leurs émissions de GES, lesquelles sont contrôlées par des vérificateurs accrédités par un organisme national d'accréditation européen. En France, il s'agit du Comité français d'accréditation (Cofrac). Les vérificateurs valident la déclaration des émissions réalisées par les sociétés auprès du ministère en charge (le Ministère de la transition énergétique en France). Les quotas non utilisés à la fin de l'exercice restent dans le système d'échange, mais leur nombre est contrôlé par des mécanismes de stabilité décrits plus bas.

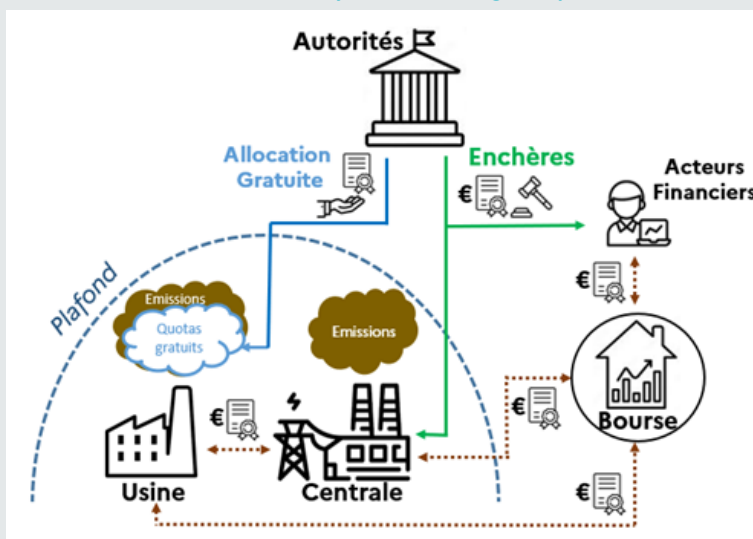
⁶¹ Le premier système de *cap and trade* a été mis en place aux États-Unis dans les années 1990 avec des quotas contrôlant les pluies d'acides (la présence de dioxyde de soufre dans les pluies) des installations de production d'électricité dans le cadre du *Clean Air Act*.

⁶² Les échanges de gré-à-gré sont représentés dans le schéma 1 par les échanges entre usines et centrales.

⁶³ Liens centralisés par la bourse dans le schéma 1.

⁶⁴ En effet, les émissions de GES dépendent de facteurs variables (offre, demande, productivité, températures, prix de l'énergie, investissements dans la réduction des émissions de GES, etc.) affectant le besoin de quotas des sociétés soumises à l'obligation de compensation des émissions carbone au cours de l'année.

Schéma 1 : Présentation d'un système d'échange de quotas d'émissions



Source : [Marché du carbone SEQE-UE](#), [ecologie.gouv](#).

Les marchés du carbone sont pensés pour avoir un pouvoir incitatif. En effet, les permis ou quotas sont des droits d'émission d'une tonne de carbone créant ainsi un arbitrage :

- si le prix des quotas est supérieur au coût des investissements nécessaires pour réduire les émissions de GES d'une société, alors celle-ci consentira les efforts de réduction. Elle pourra ainsi bénéficier de la vente de ses permis (ou, de manière équivalente, économiser sur les quantités de quotas à acheter) ;
- à l'inverse, une situation dans laquelle le marché valorise moins les quotas d'émission n'est pas vouée à perdurer puisque le mécanisme prévoit une réduction de l'offre de quotas d'une année sur l'autre. Une raréfaction progressive de l'offre de quotas permet de maintenir le niveau des prix. Bien évidemment, cette dynamique dépend de la crédibilité des mesures prises par les autorités pour fixer les objectifs environnementaux, des politiques menées par les gouvernements pour inciter les investissements « verts » et des sanctions infligées aux sociétés ne respectant pas leurs obligations.

❑ Mécanisme de gestion des instabilités

Le bon fonctionnement des systèmes de *cap-and-trade* repose sur la gestion des instabilités de marchés. En Europe, le SEQE prévoit depuis 2019 un ajustement en fonction du nombre de quotas excédentaires lors de l'exercice précédent. Les quotas excédentaires sont ceux que les sociétés soumises à l'obligation de compensation des émissions n'ont pas eu besoin de restituer à l'autorité de contrôle à la fin de l'exercice. Par exemple, fin 2022, 1,1 milliard de quotas étaient toujours en circulation en Europe, et ils auraient dû s'ajouter aux nouvelles émissions prévues pour 2023. Dans le but d'éviter un excédent d'offres trop important, 272 millions de quotas ont été retirés du système pour être placés dans la réserve, et ainsi maintenir la pression sur les cours.

❑ Évolutions à venir du marché du carbone européen

Une nouvelle réforme du marché du carbone en Europe a vu le jour en 2023. Elle redéfinit la cible de réduction des émissions de gaz à effets de serre à au moins 62 % en 2030 par rapport à 2005 contre 43 % auparavant. Cette mesure doit offrir davantage de garanties pour atteindre des émissions nettes nulles pour 2050. Pour ce faire, les droits d'émissions gratuits seront progressivement supprimés entre 2026 et 2034. Le système d'échange va aussi s'étendre aux secteurs du transport maritime et de la construction à partir de 2027 mais l'extension pourrait être reportée à 2028 si les marchés énergétiques connaissent une nouvelle flambée des prix.

Le marché européen ne couvre pas l'ensemble des secteurs économiques européens, se concentrant sur la production d'électricité et de chauffage, l'aviation et d'autres industries intensives en énergies. Ainsi, les quotas

distribués ne couvrent que 40 % des émissions effectives dans l'UE⁶⁵. Les 60 % restant sont hors-périmètre pour le moment.

□ Le Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF)

Dans le cadre du paquet législatif européen « Fit for 55⁶⁶ », l'UE s'est dotée d'un nouvel outil pour lutter contre le phénomène de « fuite de carbone ». Le MACF vise à soumettre certains produits industriels importés⁶⁷ dans l'UE à une tarification carbone équivalente à celle appliquée aux producteurs européens de ces produits. Le mécanisme est entré en vigueur au 1^{er} octobre 2023 pour une première phase de transition jusqu'en 2026. Durant cette transition, les acteurs doivent déclarer trimestriellement les émissions directes et indirectes des produits qu'ils importent. L'obligation de compenser les coûts carbone associés en restituant des certificats (équivalent des quotas) dont le prix sera indexé sur celui des quotas européens se fera durant une seconde phase. À terme, le MACF doit œuvrer à l'alignement du prix du carbone produit dans l'UE et celui des marchandises à forte intensité de carbone importées dans l'UE.

La mesure entre en application simultanément à la disparition progressive des quotas gratuits. Le MACF apporte ainsi un pouvoir coercitif fort pour inciter les producteurs européens à réduire leurs émissions.

□ Les quotas carbone volontaires : un marché en perte de vitesse ?

Les marchés de crédits volontaires, nationaux ou internationaux, émanent, dans la plupart des cas, d'initiatives privées et ne sont pas obligatoires. L'offre de permis provient d'organismes développant des projets contribuant à la réduction et/ou l'absorption des GES et sans lien avec les initiatives réglementaires officielles. Ces marchés ne sanctionnent pas les entreprises qui ne compensent pas leur empreinte environnementale, leur approche va dans le sens de la valorisation de l'image des sociétés qui investissent dans des projets « verts ». La principale critique faite à ces marchés tient dans le manque de transparence. Des standards se sont néanmoins imposés pour certifier la réduction des émissions de carbone promue par les projets. Les crédits volontaires sont émis sous le contrôle de différents labels ou agences et peuvent être associés à des standards complémentaires traduisant d'autres exigences de durabilité (*SocialCarbon, Climate Community & Biodiversity, Water Benefits, Fairtrade, ...*). Les principaux crédits de carbone volontaires échangés sont les crédits de *global emission offset* (GEO), lancés en 2016⁶⁸.

□ La faible compatibilité avec l'Accord de Paris freine le développement de ces marchés

La dynamique des marchés volontaires dépend des liens qu'ils peuvent entretenir avec les marchés de conformité pour être autorisés à l'échange dans ces marchés. Certains sont prêts à accepter qu'une part des émissions des sociétés soit couverte par des quotas volontaires, de l'ordre de 3 à 5 %, pour encourager les initiatives privées. C'est le cas des initiatives américaines, de la Corée du Sud et de la Chine notamment, mais il n'existe pas de consensus sur ce sujet. Pour l'heure, les systèmes européen, britannique et néo-zélandais, sont opposés à l'acceptation de ces quotas dans leur système d'échange. Cette position peut se justifier par le scepticisme quant à la capacité des quotas volontaires à atteindre les standards prévus dans l'Accord de Paris.

Le segment des crédits volontaires a été critiqué lors de la COP27, laquelle a conclu à la maigre contribution de ces crédits dans la réduction des émissions et à leur faible compatibilité avec l'article 6 de l'Accord de Paris. Ce dernier

⁶⁵ En 2022, dans les 27 pays de l'UE, l'Islande, le Liechtenstein, la Norvège et la Suisse, le marché européen a couvert 36 % des émissions de CO₂ en s'appliquant à 8 640 unités de production d'électricité, de chauffage et installations manufacturières, et 390 opérateurs aériens volant au sein de l'Espace économique européen (EEE) et décollant d'un pays de l'EEE, de la Suisse ou du Royaume-Uni d'après le [rapport annuel sur le marché européen du carbone de la Commission Européenne](#).

⁶⁶ Paquet de propositions législatives proposant des actions concrètes pour atteindre l'objectif de réduction des émissions de GES de 55 % en 2030 relativement aux émissions de 1990.

⁶⁷ Les produits concernés sont, pour le moment, l'acier, le ciment, l'aluminium, les engrais azotés et l'hydrogène. Le périmètre sera ensuite progressivement élargi.

⁶⁸ En 2023, le gouvernement chinois a relancé son marché de quotas volontaire, le *Certified Emission Reduction program* (CCER), qui avait été lancé en 2012 mais suspendu en 2017 du fait d'une faible confiance des entreprises dans sa capacité à agir de manière effective sur les émissions de GES. Sa réouverture s'effectue avec des contrôles accrus. Le CCER a la particularité d'être le seul marché volontaire soutenu par un gouvernement.

définit les principes de coopérations volontaires pour atteindre les cibles climatiques. Deux paragraphes majeurs traitent de dispositions concernant l'échange de quotas volontaires :

- L'article 6.2 prévoit que les pays puissent échanger des quotas de réduction ou destruction de carbone via des accords bilatéraux et multilatéraux ;
- L'article 6.4 prévoit la mise en place d'un marché international des crédits carbone, sous l'autorité des Nations unies avec la mise en place d'un « Corps de supervision » tenant un registre des projets éligibles. Toutes catégories de quotas (de conformité ou volontaires) répondant aux standards définis par le corps de supervision pourront être offertes sur cette nouvelle instance.

Pour être proposés à l'échange sous l'article 6.4, les crédits volontaires devront se conformer à des standards élevés. Néanmoins, l'incertitude est forte concernant la capacité des émetteurs de quotas volontaires à accroître leurs standards de transparence. Les crédits volontaires, qui n'appartiennent à aucune juridiction ni autorité nationale (en dehors des crédits du CCER en Chine), portent ainsi le risque de ne pas être acceptés dans les systèmes de conformité du fait du risque accru de *greenwashing*.

De plus, l'article 6.4 prévoit un pouvoir incitatif plus fort avec la réduction de 2 % de l'offre de quotas d'une année sur l'autre et l'obligation d'allouer 5 % des revenus des contrats au soutien de la transition, des critères que ne respectent pas, pour le moment, les marchés volontaires et pour lesquels les garanties sont plus difficiles à fournir. La baisse des quotas d'une année à l'autre risque d'aller à l'encontre de la dynamique d'expansion de ces quotas.

2.5. MARCHÉS DE CRYPTO-ACTIFS

2.5.1. Une dynamique des prix dictés par l'attente de l'autorisation des ETP spot

□ Un nouveau rallye pour le Bitcoin

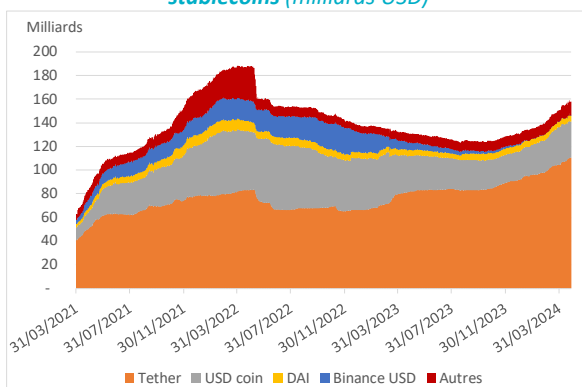
L'année 2023 s'est ouverte avec les stigmates du « *crypto winter* ». L'évolution des cours des deux crypto-actifs historiques, le Bitcoin et l'Ether a été globalement contenue sur les trois premiers trimestres, oscillant autour de 25 000 euros pour le Bitcoin et de 1 750 euros pour l'Ethereum avec une volatilité considérablement réduite. Les cours ont néanmoins repris une tendance faiblement ascendante au rythme des communications relatives à l'autorisation d'ETP spot Bitcoin par la SEC. Ainsi, une première reprise est à noter à la fin de l'été alors que la justice américaine a jugé que la SEC n'avait pas eu de raison valable pour rejeter, fin juin 2022, la demande d'ETF spot de Grayscale formulée en octobre 2021. Le 23 octobre, la décision de la SEC de ne pas faire appel de la décision de justice a confirmé le sentiment de marché positif relatif à l'enregistrement des ETP spot par la SEC dans un futur proche. Un bref rallye est observé mi-octobre sous le vent de la rumeur d'enregistrement de l'ETP Bitcoin spot de Blackrock, information démentie dans la même journée par Blackrock mais qui a conduit à une croissance de 10 % du cours du Bitcoin au cours de la journée du 16 octobre. Preuve de l'engouement pour ces ETP, leur enregistrement par la SEC a été intégré par le marché, ramenant le cours du Bitcoin à hauteur de 40 000 euros en fin d'année après l'avoir commencée à 15 000 euros. L'annonce de l'autorisation de la mise sur le marché des ETP Bitcoin spot le 10 janvier a conduit le crypto-actif vers un nouveau record à 67 000 euros en mars 2024. Enfin, indépendamment du lancement de l'ETP, le *halving* du Bitcoin (voir Encadré 8) a pu générer un élan positif sur le cours du crypto-actif à partir de la fin de l'année lorsque la date de l'opération a pu être estimée.

Graphique 66 : Cours des principaux crypto-actifs en euros



Source : CoinMarketCap

Graphique 67 : Capitalisation boursière des principaux stablecoins (milliards USD)



Source : DeFiLlama

□ L'Ether perd en compétitivité

L'Ether a, pour sa part, suivi le Bitcoin en repassant au-dessus de 2 100 euros fin 2023 pour la première fois depuis 2021 (contre 1 123 euros au 1^{er} janvier 2023), et de la barre des 2 500 euros début 2024. L'Ether a pu bénéficier de l'attrait généré par les ETP Bitcoin spot bien que leurs équivalents Ether n'aient pas généré la même demande. Le cours de l'Ether s'est dégradé par rapport au Bitcoin. Alors qu'un ratio stable de 1 à 15 séparait les deux crypto-actifs depuis 2022, la valeur de l'Ether est plus de 22 fois inférieure à celle du Bitcoin au 16 mai. Néanmoins, l'approbation de l'enregistrement de l'ETF spot Ether par la SEC le 23 mai 2024 a permis un rattrapage marqué de l'Ether qui est repassé au-dessus de 3 750 euros fin mai 2024 (soit un ratio réduit à 1 pour 18 vis-à-vis du Bitcoin). La baisse de la corrélation sur l'année 2023 ramène les deux crypto-actifs à leurs « fondamentaux » :

- le Bitcoin a été créé pour concurrencer les devises fiat et se poser comme une alternative de moyen de paiement et de réserve de valeur. L'autorisation d'ETP spot augmente la confiance des investisseurs et facilite les expositions sur ce crypto-actif ;
- l'Ether n'a jamais eu vocation à concurrencer le Bitcoin mais à développer le potentiel de la *blockchain*, pour y encoder des *smart contracts* favorisant le développement d'applications.

La baisse de la corrélation peut être vue comme un signal positif que l'environnement *blockchain* évolue moins comme un bloc, rendant davantage compte des spécificités de chaque crypto-actif.

2.5.2. Le Tether se détache parmi les « stablecoins »

Si, à première vue, la capitalisation boursière des principaux « stablecoins » s'est contractée de janvier à octobre 2023, cela est essentiellement dû à la chute du « stablecoin » Binance USD, affecté par les scandales ayant entouré l'émetteur. L'USD Coin perd aussi en parts de marché depuis la perte de son ancrage sur le dollar en 2023. Le nombre de Tether émis a continué de croître pour dorénavant représenter 70 % de la capitalisation de l'ensemble des « stablecoins » contre 50 % début 2023. Sa capitalisation atteint 110 milliards d'euros début 2024, contre 66 milliards début 2023, avec des réserves majoritairement détenues en bons du Trésor américain⁶⁹. L'attente autour de l'autorisation des ETP Bitcoin, et la hausse des cours qui en a résulté, a augmenté les flux vers le Tether, ce « stablecoin » étant fréquemment utilisé comme intermédiaire entre les monnaies fiat et les crypto-actifs. La hausse du nombre de Tether émis à partir de l'été peut ainsi être le signe d'investisseurs ayant acquis du « stablecoin » pour investir dans les crypto-actifs, notamment des Bitcoins.

⁶⁹ Tether détenait dans ses réserves, au 31 mars 2024, 90,87 milliards de dollars de bons du Trésor américain, soit plus de 80 % de ses réserves. À titre de comparaison, seuls 17 pays hors des États-Unis détiennent davantage de bons du Trésors américains que le Tether (qui en détient autant que l'Allemagne, 90,2 milliards de dollars).

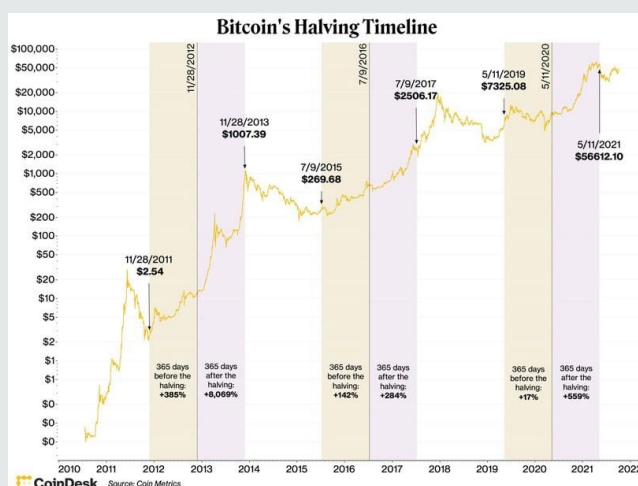
Encadré 8 : Halving Bitcoin

Lancé en 2008, 19,687 millions de Bitcoins ont été émis en continu à la date du 20 avril 2024. Ceux-ci sont générés par minage, c'est-à-dire en ayant recours au processus de validation des transactions par preuve de travail (*proof of work*). Chaque nouveau bloc encodé dans la blockchain Bitcoin doit être validé par la résolution d'un problème mathématique par des agents, les « mineurs », dotés de capacités computationnelles élevées qui reçoivent, en échange, une récompense en Bitcoins. À son lancement, 50 Bitcoins étaient décernés par blocs. Néanmoins, le nombre de blocs que cette blockchain peut supporter est limité à 840. Afin d'assurer la pérennité économique de l'environnement Bitcoin, les mécanismes de la blockchain prévoient la division par deux du nombre de Bitcoins offerts en récompense tous les 210 blocs. Ces événements sont appelés *halving*. Le nombre maximal de Bitcoins est ainsi plafonné à 21 millions.

Le quatrième *halving* est intervenu le 20 avril 2024⁷⁰, réduisant à 3,125 le nombre de Bitcoin décerné en récompense pour les mineurs. Le rythme de minage a conduit à des *halving* tous les 4 ans environ depuis 2008. Limiter la création de nouveaux Bitcoins permet de contrôler l'inflation en incitant les investisseurs à valoriser la rareté des Bitcoins. Lorsque le nombre de Bitcoins atteindra 21 millions, sa limite, alors l'émission s'interrompra et le crypto-actif sera un actif limité.

□ Conséquences sur le cours du Bitcoin

Les précédents *halving*, en 2012, 2016 et 2020 ont tous été suivis d'une hausse du rythme de croissance des cours en réaction à la réduction de l'offre alors que la demande maintient sa tendance globalement haussière. Sur des fenêtres de 1 an, avant et après les opérations de *halving*, le cours du Bitcoin a systématiquement connu une croissance supérieure. Néanmoins, il est difficile d'évaluer l'influence spécifique du *halving* dans ces croissances, en particulier pour dissocier les effets du *halving* du sentiment positif provenant de l'enregistrement des ETP spot dans le dernier cas.



□ Conséquences pour le minage

Le *halving* réduit la récompense des mineurs et les incitations à valider des nouveaux blocs et donc des Bitcoins. Il n'est pas certain que la hausse du cours du Bitcoin puisse compenser cette réduction alors que les coûts opérationnels (en énergie et infrastructure) sont élevés. Les plus petits mineurs devraient disparaître du marché. En conséquence, nous pouvons nous attendre à une contraction de la puissance de calcul totale, appelé « taux de hachage ». La réduction du taux de hachage accroît le délai de traitement des transactions et comporte des risques de vulnérabilité de la blockchain. Il devient alors plus facile pour des mineurs de se concentrer pour prendre un contrôle majoritaire sur la blockchain et la manipuler, ce risque est celui de « l'attaque à 51 % ».

□ Qu'en est-il des autres crypto-actifs ?

Le *halving* est un mécanisme spécifique aux crypto-actifs fonctionnant par *proof of work* sans pour autant être systématique. Ainsi les crypto-actifs ayant un système très proche de celui du Bitcoin, tels que Bitcoin cash⁷¹ ou Litecoin, ont aussi recours à des *halving* pour réguler leur offre plafonnée. En revanche, le Dogecoin – deuxième crypto-actif adoptant la *proof of work* en termes de capitalisation – n'a eu recours qu'à un seul et unique *halving* en 2015. Le crypto-actif ne dispose d'aucun plafonnement.

⁷⁰ Il est difficile d'évaluer avec certitude la date exacte du *halving*, néanmoins, les estimations convergent vers cette date.

⁷¹ Le Bitcoin Cash est un crypto-actif exploitant une ancienne version de la blockchain Bitcoin et permettant des transactions par bloc à un prix inférieur au Bitcoin. Le Bitcoin et le Bitcoin Cash sont donc deux crypto-actifs distincts.

Par ailleurs, les crypto-actifs mobilisant un système de validation par *proof of stake* (création de nouveaux crypto-actifs est validée par la mise en preuve de crypto-actifs déjà existants⁷²), tel que l'Ether, n'ont pas de plafond et n'ont pas recours au *halving*. En revanche, l'offre de jetons en circulation est régulée par le « *burn* » (destruction) d'une partie des crypto-actifs avancés en paiement des transactions sur la blockchain. Ainsi l'émission de nouveaux Ether correspond aussi à la destruction d'une partie de son offre, freinant sa croissance.

2.5.3. Vers une réduction de la corrélation entre les crypto-actifs

Les crypto-actifs ont, historiquement, eu tendance à évoluer de concert quelles que soit leurs applications, que celles-ci appartiennent à la finance centralisée (CeFi) ou décentralisée (DeFi). Sur les dernières années, les chocs intervenus sur des crypto-actifs avaient eu des répercussions sur l'ensemble des environnements blockchains. Pour autant, en 2023, les Graphique 68 et Graphique 69 semblent indiquer une tendance à une réduction des corrélations entre les principaux crypto-actifs.

Le Graphique 68 indique des dynamiques des cours des 19 plus grands crypto-actifs⁷³ en termes de capitalisation boursière (hors « *stablecoin* ») très hétérogènes en 2023. L'année 2023 et le début de l'année 2024 se sont fragmentées en quatre grandes périodes :

- après le *crypto-winter* de 2022, les cours sont globalement repartis à la hausse sur le premier semestre 2023 mais sans effacer la correction ;
- à partir du mois de juin 2023, les cours de nombreux crypto-actifs de taille intermédiaire ont fortement augmenté, dont le Bitcoin Cash qui a connu une croissance de 100 % en sept jours. Ces crypto-actifs ont bénéficié d'un élan positif lié à leur intégration à la plateforme d'échange de crypto-actifs EDX Markets aux États-Unis. Cette dernière a été lancée à l'initiative de gestionnaires d'actifs de premier plan tels que Citadel Securities, Fidelity Investments et Charles Schwab, entre autres ;
- à partir d'octobre, la perspective de lancement d'ETP spot Bitcoin à court terme aux États-Unis crée une nouvelle dynamique positive ;
- enfin, sur le début de l'année 2024, l'autorisation des ETP Bitcoin spot a enclenché un mouvement haussier quasi-généralisé menant plusieurs crypto-actifs à de nouveaux records.

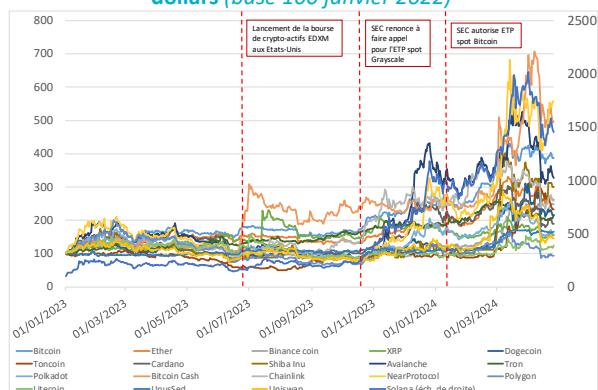
Le Graphique 69, présentant l'indice de co-mouvement du cours des crypto-actifs⁷⁴, à savoir la distance théorique qui sépare les prix de 19 crypto-actifs les uns par rapport aux autres, confirme cette tendance. Plus la distance est faible et plus les cours des crypto-actifs évoluent avec une forte corrélation et inversement. L'indicateur conclut aussi sur une baisse continue du co-mouvement des cours en 2023. Néanmoins, début 2024, l'autorisation des ETP Bitcoin spot par la SEC semble constituer un choc positif commun à l'ensemble de l'industrie.

⁷² Voir Cartographie des marchés et des risques 2023.

⁷³ Le choix de 19 crypto-actifs tient dans la volonté de présenter un panel composé des 20 plus grandes capitalisations parmi les crypto-actifs, en retirant le Tether, dont le cours a défendu sa parité avec le dollar. Parmi les 19 crypto-actifs se trouve le Bitcoin Cash, apparaissant dans le Graphique 68. Celui-ci ne doit pas être confondu avec le Bitcoin, voir note 71.

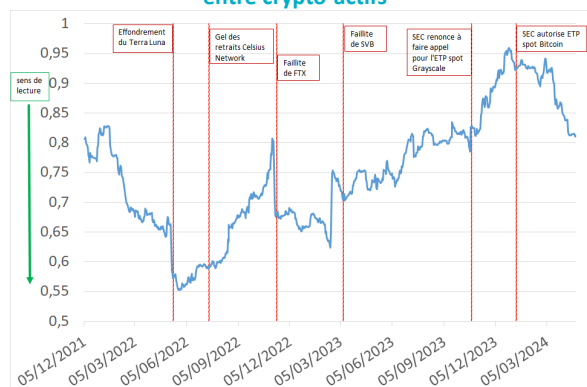
⁷⁴ L'indice repose sur la « *eigenvector centrality* » par laquelle la centralité d'un acteur est proportionnelle à la somme des centralités des acteurs auxquels il est connecté. Il mesure ainsi l'influence relative de chaque crypto-actif dans le réseau composé des crypto-actifs du panel. Les distances séparant les crypto-actifs étant dérivés des corrélations entre chaque paire de crypto-actifs, ainsi plus la mesure sera élevée et plus le crypto-actif possèdera un grand degré d'intermédiation et plus son influence sur le transfert d'information dans le réseau est supposée élevée. Les crypto-actifs présentant les plus hauts scores de centralité sont plus à même de diffuser les risques. La méthodologie est présentée dans la [Cartographie des marchés et des risques 2022](#).

Graphique 68 : Cours des 19 principaux crypto-actifs en dollars (base 100 janvier 2022)



Source : Bloomberg, calculs AMF

Graphique 69 : Analyse du co-mouvement entre crypto-actifs⁷⁵



Source : Bloomberg, calculs AMF

2.5.4. L'Ether, un crypto-actif de moins en moins central

Le Graphique 70 présente des indicateurs mesurant l'influence d'une sélection de crypto-actifs dans les rendements des 18 autres crypto-actifs du panel testé. Plus l'indicateur est élevé et plus le rendement du crypto-actif étudié est fortement corrélé aux autres, favorisant la transmission des chocs. Le Bitcoin, par sa position de valeur historique dans cet environnement, présente une influence relativement stable, légèrement en hausse sur les derniers mois. En revanche, la centralité de l'Ether a fortement chuté en 2023. L'explication du phénomène pourrait venir d'un changement de paradigme entre la valorisation du potentiel de la blockchain Ethereum (retranscrit par le crypto-actif Ether) et celle des protocoles l'exploitant :

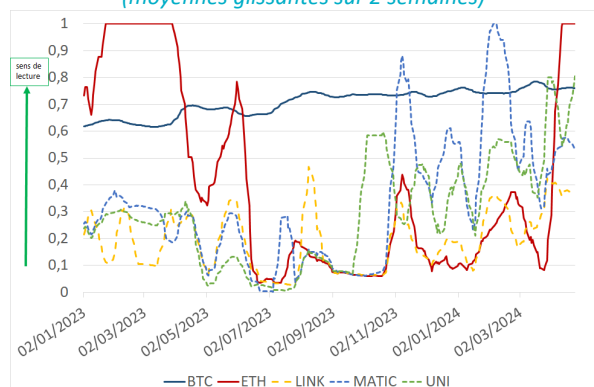
- jusqu'à début 2023, la valorisation de l'Ether semble être dérivée du potentiel de développement de la blockchain Ethereum, laquelle donne de la valeur aux protocoles l'exploitant (en particulier les protocoles de la finance décentralisée). La centralité de l'Ether s'explique donc par une diffusion de la valeur *top-down* (de la blockchain vers les protocoles l'exploitant) ;
- en 2023, la centralité de l'Ether semble avoir été transférée aux protocoles l'exploitant (voir lignes en pointillés), en particulier vers les plateformes d'échanges (telle que Uniswap) mais aussi les protocoles de *staking*⁷⁶ et de *smart contracts*⁷⁷ (tels que Polygon/Matic et ChainLink). Ce phénomène semble indiquer une diffusion de la valeur *bottom-up* (des protocoles vers la blockchain) et un gain de maturité de cette industrie (les applications sont désormais davantage valorisées que le potentiel de l'environnement).

⁷⁵ On trouve, à l'axe des ordonnées, la valeur de la distance minimale de l'arbre couvrant de poids minimal, c'est-à-dire la traduction en distance euclidienne de la somme des corrélations les plus fortes des crypto-actifs du panel. Cette valeur est relative et ne peut être interprétée en tant que telle, néanmoins, elle pose un cadre d'analyse pour identifier l'évolution du co-mouvement des crypto-actifs.

⁷⁶ Les protocoles de *staking* permettent aux utilisateurs d'immobiliser leurs actifs en échange d'une rémunération (par exemple sous forme d'intérêts).

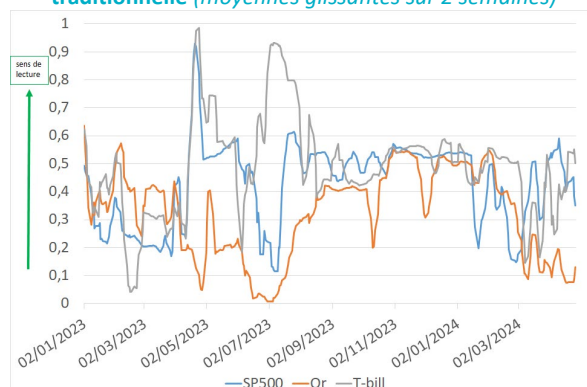
⁷⁷ Un *smart contract* peut être défini comme un programme ou un code informatique inscrit sur la blockchain visant d'une certaine manière à répliquer les fonctionnalités d'un contrat traditionnel, exécutant des transactions sur la base de certains critères, puis transmettant l'information à la blockchain pour l'enregistrer de manière permanente. Voir le papier de discussion AMF [Finance Décentralisée \(DeFi\), protocoles d'échange et gouvernance](#), juin 2023.

Graphique 70 : Indicateurs de centralité des crypto-actifs
(moyennes glissantes sur 2 semaines)



Source : Bloomberg, calculs AMF

Graphique 71 : Indicateurs de centralité de la finance traditionnelle
(moyennes glissantes sur 2 semaines)



Source : Bloomberg, calculs AMF

2.5.5. Une hausse des interactions avec la finance traditionnelle ?

Le recours plus intensif aux produits de la finance traditionnelle pour prendre une exposition sur les marchés de crypto-actifs, à savoir les ETP spot, pourrait contribuer à accroître les interactions avec le système financier traditionnel. En effet, les ETP sont des produits relativement plus liquides et faciles d'accès que les crypto-actifs car proposés à l'échange sur des marchés réglementés (comme des actifs traditionnels). Ils peuvent alors devenir une vraie solution de diversification du portefeuille des investisseurs particuliers et des investisseurs institutionnels. Néanmoins, en étant intégrés à des stratégies d'investissements plus conventionnelles, les crypto-actifs pourraient aussi faire preuve de pro-cyclicité et impacter d'autant plus les actifs traditionnels.

Le Graphique 71 reprend la même méthode d'estimation que pour les indicateurs de centralité des crypto-actifs mais en ajoutant un à un des indicateurs issus de la finance traditionnelle. Une hausse de la centralité indique des corrélations plus fortes entre ces deux environnements avec une causalité qui peut aller dans les deux sens :

- le transfert de tensions et chocs émanant de l'économie réelle et des actifs de la finance traditionnelle vers les crypto-actifs ;
- mais surtout, le transfert de chocs sur l'environnement crypto-actifs vers les actifs de la finance traditionnelle. Un risque majeur dans la mesure où les marchés de crypto-actifs sont structurellement très volatiles et toujours relativement jeunes, donc encore assez méconnus. Il est délicat d'anticiper l'incidence de chocs majeurs provenant de crypto-actifs.

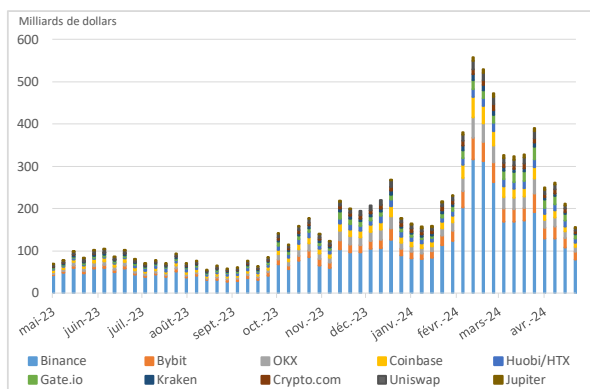
L'indicateur de centralité fait état d'interactions relativement soutenues avec l'indice S&P 500. On notera qu'il est supérieur à celui de l'Ether l'essentiel de l'année. En revanche, aucun effet ne semble se distinguer depuis le lancement des ETP spot. La centralité de l'indice boursier américain a atteint un record fin avril, mais cela semble davantage lié aux annonces de politiques monétaires de la Fed, ce qui semble se confirmer en observant la centralité des bons du Trésor américains à 10 ans. D'ailleurs, un nouveau pic de centralité est observé début juillet pour les taux américains. Enfin, la centralité de l'or est aussi étudiée pour mettre en lumière la potentielle valeur refuge des crypto-actifs, mais le graphique indique une relation volatile entre l'or et cet environnement.

2.5.6. Plateformes d'échanges de crypto-actifs : une forte concentration

La plateforme Binance demeure, de loin, le principal lieu d'échange de crypto-actifs, même si sa part de marché vis-à-vis de ses principaux concurrents s'est contractée depuis mai 2023. Binance concentrait alors pour plus de 60 % du volume de transactions sur crypto-actifs parmi les dix principales plateformes présentées ici. Cette part est descendue à 50 % depuis l'automne. Le rapport de force entre les échanges de la finance décentralisée (DeFi, Uniswap et Jupiter dans le Graphique 72) et centralisée (CeFi, autres plateformes) tourne très largement à l'avantage des seconds. Ceux-ci adoptent une structure proche de celles des marchés traditionnels en utilisant un modèle de carnet d'ordres, tandis que les protocoles d'échanges décentralisés ont recours à des protocoles mettant en relation les acheteurs directement sur la blockchain (« on chain ») grâce à des smart contracts,

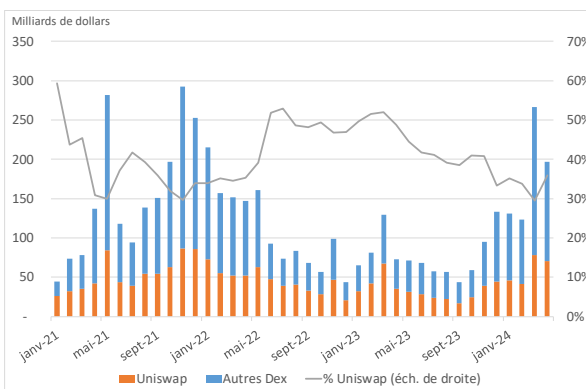
notamment dans des marchés de type DEX/AMM⁷⁸. Uniswap est le plus grand protocole d'échange décentralisé avec, en moyenne, un volume d'échange quotidien de 805 millions de dollars entre janvier et mai 2024. Cependant, ce volume moyen ne lui permet que d'être le 8^e lieu d'échange de crypto-actifs sur le début de l'année 2024. À titre de comparaison, 23 milliards de dollars sont échangés en moyenne sur la même période sur Binance. La part de marché d'Uniswap, qui comptait pour la moitié des volumes totaux échangés sur les protocoles d'échanges début 2023, tend à s'étioler sur les derniers mois. Début 2024, c'est le protocole DYDX qui a, à plusieurs reprises, dépassé Uniswap en terme de volumes échangés. DYDX présente de nombreuses particularités. D'une part, il propose une structure différente puisqu'il réplique des carnets d'ordres sur la blockchain Cosmos, alors que la grande majorité des protocoles d'échange ont un modèle de type AMM sur Ethereum. D'autre part, il se concentre sur les échanges de dérivés perpétuels (*futures* et *swaps* principalement). Ces produits n'ont pas de date d'expiration et permettent aux investisseurs de spéculer sur les prix sans contrainte de règlement physique ou cash des sous-jacents. Ils sont particulièrement sollicités alors que les cours des crypto-actifs sont portés à la hausse depuis le lancement des ETP spot Bitcoin et le *halving* qui a pu attirer les investisseurs.

Graphique 72 : Volumes échangés sur les 10 plus grandes plateformes d'échange de crypto-actifs
(en milliards de dollars, fréquence hebdomadaire)



Source : Coingecko.com

Graphique 73 : Volumes échangés sur Uniswap (toutes versions) et sur le reste des DEX
(en milliards de dollars, fréquence mensuelle)



Source : DeFiLlama

□ Une phase de transition avant la mise en application de MiCA

Le règlement européen sur les marchés de crypto-actifs (*Market in Crypto-Assets*, MiCA) a été publié au Journal officiel de l'UE en juin 2023 pour une application progressive en 2024. Celui-ci prévoit l'encadrement de l'offre au public et l'admission aux négociations de jetons (et notamment de « *stablecoins* »), la fourniture de services sur crypto-actifs par des prestataires agréés et la prévention des abus de marché sur crypto-actifs. Les dispositions concernant les jetons de monnaie électronique et les jetons se référant à un ou des actifs, deux jetons appartenant aux domaines des « *stablecoins* » s'appliquent dès le 30 juin 2024. Le régime d'encadrement des services sur crypto-actifs créera le statut de « Prestataire de services sur crypto-actifs (PSCA) » et entrera en application à compter du 30 décembre 2024, remplaçant en France le régime des « Prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) ». Une période transitoire de 18 mois à compter de l'entrée en vigueur du texte sera cependant accordée aux acteurs bénéficiant d'un enregistrement, d'un agrément ou fournissant certains services sur actifs numériques⁷⁹, lesquels pourront continuer à offrir leurs services au seul public français.

⁷⁸ Le modèle de protocole d'échange décentralisé (*decentralised exchange* ou DEX) est celui des teneurs de marché automatisés appelés DEX/AMM (*automated market maker*) intégrant des réserves de liquidité (*liquidity pool*) constituées de paires de crypto-actifs. Ceux-ci sont proposés à l'échange sous forme de swap selon la rareté relative des crypto-actifs dans la réserve (les cours des crypto-actifs s'apparentent ainsi à des taux de change). Les DEX/AMM ont été présentés dans la [Cartographie des marchés et risques 2023](#) et dans le [papier de discussion de l'AMF sur le finance décentralisé](#) (juin 2023). À noter, que quelques DEX peuvent répliquer le fonctionnement de carnet d'ordres.

⁷⁹ Services sur actifs numériques tels que mentionnés au 5° de l'article L. 54-10-2 du code monétaire et financier :

- la réception et la transmission d'ordres sur actifs numériques pour le compte de tiers ;
- la gestion de portefeuille d'actifs numériques pour le compte de tiers ;
- le conseil aux souscripteurs d'actifs numériques ;
- la prise ferme d'actifs numériques ;
- le placement garanti d'actifs numériques ;
- le placement non garanti d'actifs numériques.

Dans cette période transitoire, la France a introduit, par la loi du 9 mars 2023 (loi portant sur les diverses dispositions d'adaptation au droit de l'UE, DDADUE), un régime d'enregistrement renforcé obligatoire à partir du 1^{er} janvier 2024 pour les nouveaux acteurs souhaitant fournir les services soumis à l'enregistrement obligatoire. Il s'accompagne de nouvelles exigences en termes de sécurité, de contrôles internes, de gestion des conflits d'intérêts, de publication d'information (notamment des politiques tarifaires), de conservation des actifs et de résilience et sécurité informatique. Des décrets ont été ajoutés en août 2023, demandant à l'AMF de vérifier la sécurité des systèmes d'information des prestataires, dans le but d'apporter de nouvelles garanties de protection des données des utilisateurs de services sur crypto-actifs. Par ailleurs, les PSAN ont dorénavant l'obligation d'afficher des garanties de fonds propres et de souscrire à un contrat d'assurance responsabilité civile sécurisant des rétributions aux clients en cas de défaillance du prestataire. L'AMF est en capacité de prendre des mesures conservatoires⁸⁰ pour protéger les intérêts des clients en situation de solvabilité ou de liquidité d'un PSAN compromise ou susceptible de l'être. Ces mesures visent à protéger les fonds des particuliers en cas de défaut d'un prestataire et éviter la situation connue par les clients de FTX en novembre 2022⁸¹.

❑ Quelle réglementation pour les plateformes d'échange décentralisées ?

Le règlement MiCA s'appliquera aux personnes physiques et morales, ainsi qu'aux services et activités sur crypto-actifs. En revanche, cela exclut les prestataires fournissant des services de manière entièrement décentralisée et désintermédiée parmi lesquels se distinguent :

- les protocoles d'échange entièrement décentralisés et désintermédiés (*Decentralized Exchanges*, DEX et *Automated Market Makers*, AMM) dont le propre est d'organiser les échanges entièrement « *on-chain* » sans recourir à aucune organisation physique et donc localisée géographiquement ;
- les protocoles de prêts de crypto-actifs ;
- les protocoles de *staking*.

L'instauration d'un cadre réglementaire encadrant ces activités pose d'ores et déjà question et plusieurs initiatives émergent. En parallèle du papier de discussion publié en juin 2023 par l'AMF⁸², l'ACPR a publié la synthèse de sa consultation publique sur les réponses réglementaires à apporter à la finance décentralisée ou désintermédiée⁸³, devant alimenter les discussions européennes sur le sujet. Les deux publications ont souligné, parmi les principaux enjeux, l'idée d'une certification des *smart contracts*. En effet, ces derniers permettent de régir l'activité des protocoles au niveau « *on-chain* ». Dans un rapport de l'ESMA⁸⁴, les *smart contracts* sont définis comme des programmes informatiques menant des opérations reposant sur des règles immuables et déterministes (l'exécution du *smart contract* est déterminée par un état de la blockchain à un moment donné). L'ESMA rappelle que ces contrats ont un fort potentiel innovant mais que le caractère immuable, couplé à l'anonymisation de leurs éditeurs peut mener à des comportements illicites, exploitant l'incompréhension de leurs usagers. Par ailleurs, le phénomène de composabilité⁸⁵ du code des *smart contracts* peut accélérer la dispersion des risques dans l'environnement blockchain et porter un risque systémique. Le dernier Forum FinTech ACPR-AMF en octobre 2023 a abouti à la constitution d'un groupe de travail se concentrant sur cette thématique, tout en abordant plus spécifiquement la problématique de la certification des *smart contracts*. Lancé en 2024, le groupe visera à publier un rapport de synthèse des discussions sur la faisabilité technique et réglementaire d'une telle certification.

⁸⁰ Le décret prévoit la limite ou l'interdiction temporaire de l'exercice de certaines opérations par le prestataire et même la suspension des dirigeants jusqu'à 12 mois.

⁸¹ Voir Cartographie des marchés et risques 2023.

⁸² AMF, [Finance décentralisée \(DeFi\), protocoles d'échange et gouvernance : vue d'ensemble, tendances observées et points de discussion réglementaires](#), Papier de discussion, juin 2023.

⁸³ Fliche, O., Uri, J., Vileyn, M., [Finance « décentralisée » ou « désintermédiée » \(DeFi\) : quelle réponse réglementaire ?](#) ACPR Pôle Fintech-Innovation, septembre 2023.

⁸⁴ ESMA, [Decentralised Finance : A categorisation of smart contracts](#), ESMA TRV Risk Analysis, 11 octobre 2023.

⁸⁵ La composabilité est ici la capacité des *smart contracts* à être appelés par n'importe quels autres *smart contracts*, entraînant des interactions auto-entretenues.

2.6. FOCUS INNOVATION : LE DÉVELOPPEMENT DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE DANS L'INDUSTRIE FINANCIÈRE

□ Définition et enjeux de régulation

Le recours à l'intelligence artificielle semble s'être accéléré ces dernières années voire mois, pour devenir un véritable enjeu de développement, de compétition, voire de communication pour les différents acteurs de marché quels qu'ils soient (émetteurs, investisseurs, plateformes et même régulateurs). Ainsi, le Parlement européen a adopté pour définition en 2020⁸⁶ la possibilité, pour une machine, de reproduire des comportements liés aux humains, tels que le raisonnement, la planification et la créativité. Cette définition a l'intérêt, comme le précise la CNIL⁸⁷ en France, de rappeler que l'IA n'est pas qualifiée comme une technologie mais un domaine auquel différents outils sont associés. Dans le but d'encadrer les utilisations de l'IA, le Conseil européen a approuvé en mai 2024 l'*IA Act*, le premier paquet réglementant l'IA dans le monde. L'*IA Act* garantit le respect des droits fondamentaux, de sécurité, des principes éthiques des systèmes d'IA, et vise à stimuler l'investissement et l'innovation dans ce domaine. La loi prévoit cinq catégories de risques selon leur gravité estimée, et un encadrement correspondant.

Le monde financier est certainement l'une des industries les plus à même de bénéficier des développements de l'IA. La finance génère, en effet, un nombre important de données avec la capacité d'intégrer des informations très variées externes à l'industrie financière. L'IA offre l'opportunité de traiter d'ensembles de données complexes (chiffres, langages oraux et écrits, images...) et très volumineux en un temps relativement modéré. Dans son plan stratégique 2023-2025⁸⁸ l'ESMA a annoncé vouloir évaluer les conséquences sur le cadre réglementaire des technologies employées sur les marchés financiers, dont l'IA. À l'échelle nationale, la Première ministre a installé le premier Comité de l'intelligence artificielle⁸⁹ le mardi 19 septembre 2023 avec, parmi ses objectifs, de définir une régulation adaptée des différents secteurs pour se protéger des dérives du domaine⁹⁰. Du côté des régulateurs, l'AMF continue de mobiliser les techniques de l'IA pour accompagner les missions, notamment grâce au traitement en langage naturel⁹¹ et grâce à l'IA générative⁹².

2.6.1. L'IA générative, quel potentiel pour le secteur financier ?

Le développement de l'IA a suivi le rythme de l'intégration du *Big Data*, à savoir des bases de données très volumineuses et variées, parfois alternatives (audio, vidéo, images satellites, ...) dans le but de générer de nouvelles informations compréhensibles pour l'humain. Néanmoins, le traitement de ces données peut s'avérer très coûteux et laissé au bénéfice de quelques sociétés disposant du capital technologique et humain pour exploiter ces solutions.

Le nouvel élan que connaît l'IA a été initié par le développement d'IA dites génératives, disposant d'une grande visibilité publique. Ces algorithmes reposent sur des modèles d'apprentissage automatisés et prennent la forme d'applications répondant à des requêtes sous format textuel, d'image ou de tout autre média, disponibles pour un large éventail d'acteurs. Le fer de lance de cette technologie est indéniablement *OpenAI*, éditeur de *ChatGPT* notamment⁹³, accompagné d'entités des groupes *Meta* et *Alphabet* pour les principaux acteurs. Sur la scène française, des entreprises spécialisées dans l'IA générative se démarquent aussi, telles que *Mistral AI* et *Anthropic*. Le bouleversement sur ce segment est apporté en 2021 par le lancement de GPT-3 (*OpenAI*), algorithme entraîné

⁸⁶ [Intelligence artificielle : définition et utilisation](#), Parlement Européen en 2020.

⁸⁷ [Intelligence artificielle, de quoi parle-t-on ?](#), CNIL, 25 mars 2022.

⁸⁸ [Stratégie de l'ESMA 2023-2028](#).

⁸⁹ [Comité de l'intelligence artificielle générative](#), le 20 septembre 2023.

⁹⁰ Les deux autres objectifs étant de renforcer les formations pour développer davantage de talents en France et investir pour favoriser l'innovation française sur la scène internationale.

⁹¹ Masson, C., [Analyse automatique des facteurs de risques publiés par les sociétés cotées : un cas d'usage du traitement du langage naturel pour l'AMF](#), janvier 2023. [D'autres travaux ont aussi été engagés sur l'apport de l'IA pour les régulateurs](#).

⁹² Des tests ont été lancés en IA générative dans le cadre d'expérimentations sur la classification des thèmes ESG abordés dans les communiqués de presse des émetteurs.

⁹³ *OpenAI* est aussi l'éditeur des IA DALL-E (générant des images à partir de descriptions textuelles) et *Whisper* (dédié à la reconnaissance et la transcription vocales), pour les principaux projets.

sur des bases de données très volumineuses provenant d'internet⁹⁴ et poursuivant son apprentissage grâce aux conversations que l'IA enregistre avec ses utilisateurs. Si l'application peut sembler éloignée des sujets financiers, l'algorithme peut être entraîné sur des données spécifiques au secteur financier. Le principal atout des IA génératives tient dans sa facilité d'accès qui en fait une intelligence bon marché à la disponibilité de différents acteurs pour des ressources limitées.

❑ **Émergence d'une offre d'IA dédiée à l'activité financière**

Bien que présentant des limites certaines, les modèles d'IA peuvent être entraînés ou sensibilisés à des données et applications plus spécifiques. Ainsi Bloomberg a passé un partenariat avec OpenAI pour se doter de son propre GPT, BloombergGPT (Wu et al., 2023). Celui-ci améliore les analyses de sentiments, la reconnaissance des entités, la classification de l'information et la qualité des réponses apportées aux clients. JP-Morgan Chase a aussi configuré IndexGPT avec OpenAI dans le cadre de ses activités de conseils d'investissement personnalisés.

2.6.2. Principaux apports de l'IA aux services financiers

❑ **Une assistance dans la prise de décision des investisseurs**

L'IA est une opportunité à moindre coût pour assister les investisseurs et plus spécifiquement les gestionnaires d'actifs dans la constitution et diversification de portefeuilles. Elle intervient :

- sur des tâches à faible valeur ajoutée, en automatisant des activités manuelles, notamment dans la recherche et collecte d'information à mettre au service de tâches à forte valeur ajoutée ou la prise de décision ;
- sur des tâches à forte valeur ajoutée puisque l'IA dispose des capacités pour résoudre les problèmes d'optimisation de portefeuille tout en intégrant dans son équation un ensemble très important de données financières en temps réel ainsi que des données alternatives complétant l'information des titres. JP-Morgan Chase, partenaire d'édition de IndexGPT, explique que l'IA générative est un outil d'accompagnement des analystes augmentant la productivité et rentabilité de ses équipes d'analystes⁹⁵. En plus des initiatives à venir de BloombergGPT et IndexGPT, OpenAI a lancé Alpha-GPT, spécialisé dans la recherche d'alpha dont les concepteurs estiment que cet outil devra permettre de faciliter le travail des gestionnaires et offrir une expérience de *l'alpha mining* « *high level* ».

❑ **Un meilleur accès aux données**

En mobilisant les méthodes de langage naturel, les algorithmes automatisent la lecture de documents textes, notamment des prospectus, ou encore l'intégration de données alternatives telles que les images satellites. Ces éléments permettent d'améliorer la qualité de l'information disponible aux investisseurs pour des décisions plus en ligne avec les objectifs fixés, par exemple sur les sujets de finance durable. Ces outils peuvent aussi être utilisés par le régulateur afin de veiller au bon respect des exigences réglementaires⁹⁶.

❑ **La réduction des coûts de transaction**

L'un des premiers enjeux de l'exécution des ordres est la minimisation de l'impact de marché des transactions. C'est-à-dire l'influence de la taille des ordres passés sur le cours de l'actif échangé jusqu'à leurs exécutions. Ce risque est particulièrement important en cas d'actifs peu liquides et d'ordres de très grandes tailles dont les positions acheteuses peuvent faire croître le prix dans le carnet d'ordres et inversement pour les positions vendeuses. Les acteurs ont ainsi intérêt à distribuer leurs ordres dans le temps et entre les marchés pour réduire leur influence sur les cours, menant à des stratégies d'optimisation particulièrement complexes. L'IA peut constituer un soutien très important en mettant ses capacités computationnelles au service de l'allocation optimale des ordres entre les places boursières, selon le *timing* d'exécution et les tailles de transactions.

⁹⁴ La base d'information sur laquelle GPT-3 est entraînée se répartit de la manière suivante : 60 % CommonCrawl (collecteur de données internet depuis 2008), 20 % Webtext (sélection des pages les plus consultées sur internet), 15 % *books corpora* (échantillons aléatoires de livres disponibles en domaine public) et 5 % Wikipedia.

⁹⁵ [Is generative AI a game changer ?](#), J.P.Morgan Global Research, 14 février 2024.

⁹⁶ Voir par exemple, [Analyse automatique des facteurs de risques publiés par les sociétés cotées : un cas d'usage du traitement du langage naturel pour l'AMF](#)

□ Le respect des exigences réglementaires

Le recours à l'IA devrait permettre de doter les équipes d'un outil pédagogique leur permettant, « en temps réel » en tant que de besoin, de mieux connaître, comprendre et appliquer la réglementation, ce qui conduirait à limiter les manquements des acteurs vis-à-vis de la réglementation. L'IA peut constituer notamment un support pragmatique pour accompagner les conseillers qui commercialisent des produits et/ou conseillent leurs clients, au regard des exigences applicables ; cela semble particulièrement pertinent dans le domaine évolutif et complexe de la finance durable.

2.6.3. L'intelligence artificielle : nouveau vecteur de risques ?

Comme toute technologie, l'IA est porteuse de risques, ceux-ci sont d'autant plus visibles aujourd'hui que l'IA est un vecteur d'innovation à croissance rapide. Pour autant, la plupart des risques portés ne sont pas nécessairement nouveaux mais simplement exacerbés. Plusieurs travaux ont déjà proposé une liste des risques spécifiques au recours à l'IA, en particulier le FMI dans une note dédiée aux Fintech⁹⁷ et l'ESMA⁹⁸. Les principaux points de surveillance concernent ainsi les éléments suivants.

□ Un risque pour la stabilité financière ?

La concentration des services d'IA, sur quelques fournisseurs, génère un risque de diffusion d'informations similaires à l'ensemble des acteurs de marchés, alimentant des comportements moutonniers pro-cycliques et la volatilité des titres financiers. En effet, la généralisation des services d'IA pourrait reproduire des algorithmes et processus de génération d'information similaires d'une entité à une autre. Il en vient le risque de voir des opérateurs réagir et fonder leurs décisions sur des informations dérivées d'interactions répétées entre systèmes d'IA, jusqu'à perdre sa connexion avec les fondamentaux de marché. Ces comportements peuvent être particulièrement importants en cas de chocs systémiques, par nature non anticipés, que l'IA ne saurait pas reconnaître.

□ Les risques liés à l'utilisation de code externe et de privatisation des modèles

Jusqu'à récemment, les algorithmes d'IA ont majoritairement mobilisé des codes disponibles en *open source* (c'est-à-dire en libre accès, la plupart du temps validé et contrôlé par des chercheurs académiques). Cependant, le modèle de développement de OpenAI a aussi constitué une rupture dans la transparence des codes utilisés. Les applications sont distribuées aux utilisateurs mais le prestataire demeure l'unique propriétaire de l'algorithme, conduisant à des codes sources de plus en plus opaques. Les utilisateurs n'ont donc pas d'information sur la nature des données ni sur les bibliothèques algorithmiques utilisés pour entraîner l'IA.

Les utilisateurs des applications d'IA entrent dans un rapport de force largement dominé par les éditeurs, fortement concentrés dans un oligopole. Ils risquent d'être passifs des potentielles modifications opérées sur l'IA, notamment de la politique tarifaire et d'accès aux algorithmes. Les conséquences de la défaillance du moindre fournisseur de service d'IA pourraient très rapidement se disperser à l'ensemble du secteur, constituant un risque systémique. Ce risque devrait néanmoins être modéré chez les grands acteurs de l'industrie financière, à même d'internaliser des services dédiés à la recherche dans l'IA pour maintenir leur autonomie dans la technologie.

À noter que ce problème d'oligopole des fournisseurs ne se limite pas au domaine de l'IA. Le secteur de la fourniture de données financières est déjà fortement concentrée dans un nombre très restreint d'entreprises (Bloomberg et LSEG notamment). D'ailleurs, les applications de l'IA à la finance sont déjà coutumières de ce phénomène d'opacité des modèles de développement. En effet, Blackrock et son IA *Aladdin* (Asset, LiAbility, Debt, Derivatives Investment Network) initialisée depuis 2000 et mise en service dès 2013, domine déjà ce segment de marché depuis plusieurs années.

⁹⁷ La note reprend les travaux publiés en 2021 par Shabsigh et Boukherouaa, 2023, sur la base des travaux de Shabsigh et al. publiés en 2021.

⁹⁸ ESMA [Artificial intelligence in EU securities markets](#), TRV risk analysis, 1^{er} février 2023.

❑ Le contrôle et la protection des données utilisées

Plus les sources d'information utilisées sont nombreuses et variées, et plus il est difficile de composer avec un panel de données uniformes et complet. L'IA peut générer des bases de données synthétiques, normalisées outrepasser des manquements dans les données et permettre leur exploitation. Cependant, cette capacité porte aussi le risque de fonder une analyse sur des informations incomplètes et/ou opaques, jouant aussi au détriment de la compréhension des modèles. Par ailleurs, plus les données proviennent de sources alternatives pour le secteur financier (réseaux sociaux, presse, image, etc.) et plus l'attention doit être importante pour tenir compte des spécificités de chaque source mobilisée (biais liés la subjectivité d'information de la presse ou de diffuseurs commerciaux par exemple).

Qui plus est, le risque de mauvaise spécification des modèles augmente avec le nombre de données considérées et leur diversité.

❑ Opacité des processus de décision

L'opacité des décisions générées par l'IA est souvent mise en avant comme une limite à son exploitation. En effet, les deux risques évoqués précédemment convergent vers un déficit d'explicabilité⁹⁹ des conclusions apportées par les algorithmes d'IA. Les applications ne doivent pas être comprises comme automatisant des décisions, mais uniquement des supports au service de spécialistes maintenant le lien avec les fondamentaux des marchés financiers en toute circonstance. L'opacité des processus de décision peut aussi être un risque pour les régulateurs qui sont en incapacité de vérifier la conformité des outils utilisés.

❑ Quelle pertinence de l'information générée ?

Une mauvaise sélection de l'information par les IA peut alimenter des informations faussées, des *fake news*. Un exemple récent est celui de la vidéo de l'incendie du Pentagone le 22 mai 2023, créée par une IA. Les acteurs de marché ont réagi très rapidement avec un bref mouvement de vente des titres américains. Le SP 500 a perdu 0,3 % en 30 minutes, un mouvement certes relativement modéré mais qui pourrait prendre une ampleur bien plus importante à l'avenir.

Par ailleurs, la confiance que les investisseurs apportent à ces modèles se heurte à la fiabilité de leurs résultats et conclusions. L'un des risques sous-jacent à l'exploitation de modèles d'IA est celui des hallucinations, c'est-à-dire des réponses incorrectes données avec un fort degré de certitude par l'IA (Andrew et Singh, 2023). Pour le Center for Advancement of Trustworthy AI, les hallucinations sont parties intégrantes des IA génératives et non un bug ponctuel¹⁰⁰. Un phénomène exacerbant le risque systémique puisque les réponses de l'IA ne se reposent sur aucun fondement réel et vérifié.

Enfin, les risques de surinterprétation des données génératives sont élevés, des algorithmes complexes pouvant être développés sur des bases fragiles. Générer des données n'affranchit pas des lois statistiques fondamentales, n'ajoute pas d'information à celle des données historiques. Les utilisateurs de l'IA doivent comprendre et contrôler leurs modèles pour prendre ce risque en compte.

❑ Quelle distribution des responsabilités pour les services mobilisant de l'IA ?

Le recours à l'IA peut complexifier la distribution des responsabilités dans le cadre de prise de décision ou de fourniture de services par les acteurs de l'industrie financière. En effet, l'IA en elle-même ne peut être tenue pour responsable des services prodigués. Il incombe de constituer des binômes associant à chaque service fourni une personne physique laquelle est responsable des décisions. Dans une communication sur l'utilisation de l'IA dans la fourniture de services d'investissement aux particuliers¹⁰¹, l'ESMA a rappelé que la société d'investissement était responsable de l'ensemble de ses services de gestion, que les décisions soient prises par des personnes physiques ou par des outils mobilisant l'IA (voir Chapitre 4).

⁹⁹ L'explicabilité dans le domaine de l'IA est définie par la [CNIL](#) comme la capacité de mettre en relation et de rendre compréhensible les éléments pris en compte par un système d'IA pour la production d'un résultat.

¹⁰⁰ [The sceptical case on generative AI](#), *Financial Times*, 17 août 2023.

¹⁰¹ ESMA, [Public Statement On the use of Artificial Intelligence \(AI\) in the provision of retail investment services](#), 30 mai 2024.

□ L'IA peut aussi accompagner l'activité des régulateurs

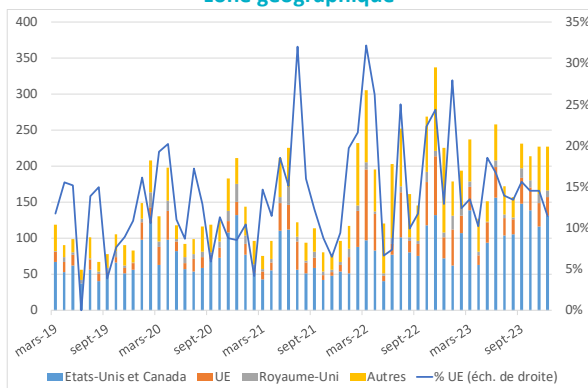
Certes, l'IA est porteuse de risques, mais il ne faut pas pour autant négliger ses apports dans la prévention de ceux-ci, notamment pour les régulateurs. Les capacités computationnelles de l'IA permettent de traiter un grand nombre de signaux en temps réel afin d'entraîner les systèmes à la détection de menaces¹⁰².

2.7. RISQUES CYBER ET OPERATIONNELS

2.7.1. Une hausse significative des cyberattaques

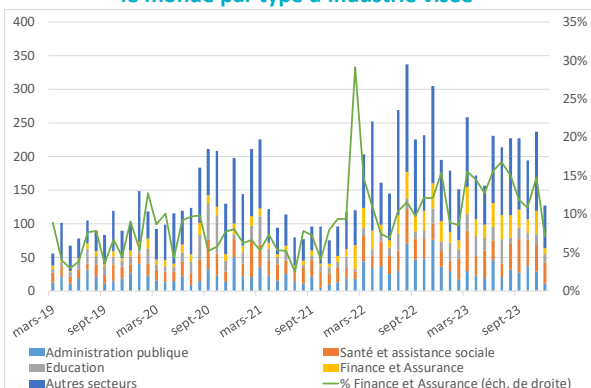
La digitalisation des services financiers augmente également l'exposition des acteurs au risque de cyberattaques avec un potentiel de conséquences systémiques. D'après les données du *Center for international and security studies* (CISSM) de l'Université du Maryland, le nombre de cyberattaques a globalement augmenté dans le monde. L'Amérique du Nord reste la première cible de ces attaques, 60 % concernent ainsi une société ou administration de cette zone, tandis que 15 à 25 % des attaques ont ciblé des pays de l'Union européenne en 2023. Le rapport su *Global Financial Stability* d'avril 2024 du FMI constate que la hausse de l'occurrence des cyberattaques se conjugue aussi à l'augmentation du montant des pertes extrêmes. Certes, la plupart des pertes rapportées dans la base de données se situe autour de 500 000 euros, mais elles peuvent monter à 2,5 milliards de dollars. À titre comparatif, en 2017, les pertes extrêmes s'établissaient à 500 000 dollars. L'industrie financière compte pour environ 15 % des cyberattaques répertoriées dans le monde. Certes, elles concernent des sociétés américaines dans la plupart des cas, mais les fortes interactions entre les places financières et même entre les acteurs financiers atténuent l'importance du critère géographique. Une cyberattaque sur un acteur clé du secteur aux États-Unis peut rapidement avoir des externalités sur les activités en Europe.

Graphique 74 : Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique



Source : CISSM¹⁰³, Université du Maryland

Graphique 75 : Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par type d'industrie visée



Un sondage conduit par *Ernest & Young* et l'*Institute of international finance*, réalisé auprès des *chief risk officers* (CRO) de 17 grandes banques européennes¹⁰⁴ a indiqué que 80 % d'entre eux considéraient que le risque cyber constituait le risque le plus important à court terme, pour l'année 2024. Le lien avec le développement de l'intelligence artificielle est direct puisqu'ils sont aussi la moitié à estimer que les risques émergents des techniques du *machine learning* constituent l'un des principaux risques émergents à horizon 5 ans¹⁰⁵.

¹⁰² Exemples AMF : Anne Zhao (Centre Borelli, ENS Paris-Saclay, CNRS et AMF), *Méthodes de machine learning pour la détection d'abus de marché*, février 2024.

¹⁰³ Harry, C., & Gallagher, N. (2018). Classifying cyber events. *Journal of Information Warfare*, 17(3), 17-31.

¹⁰⁴ EY, G O'Brien, *communication* sur le *13th Ernest & Young / Institute of International Finance global bank risk management survey*, le 6 février 2024.

¹⁰⁵ Le risque le plus avancé parmi les risques émergents majeurs à horizon 5 ans est le risque climatique (pour 76 % des répondants), suivi du développement du *machine learning* (53 % des répondants) et le risque d'obsolescence des systèmes informatiques (47 % des répondants).

❑ Des attaques qui pourraient être porteuses de risques potentiellement systémiques

Bien qu'aucun incident d'ordre systémique n'ait été reporté à ce jour, le potentiel de dispersion des risques dans le cas de la paralysie d'un acteur d'importance majeur sur un marché est l'objet de fortes préoccupations. La filiale américaine de la banque chinoise *ICBC Financial Services*, victime d'une attaque de type « rançongiciel » début novembre 2023, en est le parfait exemple. L'attaque s'est matérialisée par le chiffrement du système d'information de l'entreprise, lequel a interrompu le cycle de règlement-livraison de 25 milliards de dollars sur des obligations américaines sur le marché *repo*. La paralysie de la banque n'a pu être levée que par le transfert physique, par clé USB, des informations de règlement à une banque tierce, la banque BNY Mellon en l'occurrence. Le risque porté par cette typologie d'attaque ne se limite pas à la victime mais s'étend très rapidement à l'ensemble du marché. Dans ce cas précis, le défaut d'une partie peut engendrer des difficultés et défaillances pour l'ensemble de ses contreparties, elles-mêmes vecteurs d'externalités. Les risques se dispersent aussi entre les segments de marché, ce qui est très visible pour les opérations *repo* qui interagissent avec le marché des obligations souveraines américaines sous-jacentes, collatéraux de ces opérations. Dans le cas d'ICBC, l'attaque est intervenue dans un temps très rapproché de l'adjudication de titres de dette du Trésor des États-Unis. Au final, le stress a pu être relativement contenu avec des répercussions mineures sur le marché *repo*, tandis que le fonctionnement du marché obligataire souverain n'a pas connu de mouvement significatif.

❑ L'IA, un nouvel outil de piratage informatique

Outre les risques pour la stabilité financière évoqués précédemment, l'IA peut être mobilisée pour nourrir les attaques par code malveillant à même d'entrer dans les systèmes informatiques opérationnels. La technologie peut aussi automatiser des attaques sur un grand nombre d'acteurs et accélérer la liste des victimes ciblées, par exemple en personnalisant des mails malintentionnés à grande échelle, pour des attaques par hameçonnage (*phishing*) plus sophistiquées. Une publication de la BCE sur le sujet estime d'ailleurs que l'IA a le potentiel de réduire les coûts d'entrées pour les hackers. Les attaques de type usurpation d'identité peuvent aussi être utilisées pour répliquer des vidéos et voix et forcer des opérations financières (voir Chapitre 4).

2.7.2. Au-delà des attaques, des incidents opérationnels peuvent impacter significativement le fonctionnement des marchés

Le 3 juin 2024, la bourse du New York Stock Exchange a connu un problème technique ayant mené à l'interruption des transactions sur une quarantaine de titres américains. Les actions de la société d'investissement Berkshire Hathaway et du groupe minier Barrick Gold, notamment, ont été proposées à l'échange avec des décotes respectives de 99,97 % et 98,54 %. Le problème de prix affiché a duré environ une minute et a conduit le NYSE à annuler toutes les transactions réalisées à des prix aberrants pour les titres concernés. L'évènement a fortement augmenté la volatilité sur les titres américains avant une accalmie après la résolution rapide de la panne. Le problème technique a fait suite à la mise à jour d'un logiciel de la *Consolidated tape Association*, en charge de la diffusion des données de transactions en temps réel.

Cette matérialisation du risque opérationnel rappelle que la dépendance des acteurs de marchés (y compris les bourses) à des prestataires externes peut être une source de vulnérabilité dont les conséquences peuvent impacter rapidement et fortement le fonctionnement des marchés.

2.7.3. Les nouvelles exigences réglementaires devraient faciliter la gestion des risques cyber et opérationnels

Le coût réputationnel est l'un des facteurs encourageant le paiement des rançons par les opérateurs victimes de cyberattaques et limitant la communication des victimes de cyberattaques. Le FMI milite ainsi pour la mise en place de *reporting* des incidents cyber par les entreprises financières dans le but de renforcer et améliorer le suivi de ces risques. Il appelle également les autorités nationales à se doter de protocoles de réponses effectives aux cyberattaques.

L'AEMF a positionné le risque cyber et la résilience digitale parmi ses priorités de supervision, en cohérence avec le lancement de la directive sur la résilience opérationnelle numérique (*Digital Operational Resilience Act*, DORA) dont l'application est prévue pour 2025. La directive dote l'UE des outils de gestion des risques spécifiques à la

digitalisation des services financiers et aux interconnexions sur un large panel d'acteurs. Ainsi, les règles définies s'appliqueront aux acteurs financiers mais aussi aux entreprises tierces leur fournissant des services informatiques considérés comme critiques¹⁰⁶. Le règlement prévoit :

- la mise en œuvre d'un cadre de gestion du risque lié aux technologies de l'information et la communication (TIC), avec notamment l'établissement de règles de gouvernance et de contrôle interne, de stratégie de résilience opérationnelle numérique et d'une politique de continuité des activités des TIC ;
- le *reporting* aux autorités nationales compétentes (AMF ou ACPR en France) des incidents identifiés comme majeurs et liés aux TIC ;
- l'obligation de la mise en place de tests de résilience opérationnelle numériques. Certaines entités, qualifiées d'importance systémique ou selon leur profil de risque lié aux TIC, devront élaborer des tests avancés ;
- la gestion des risques liés au recours aux prestataires tiers de services TIC ;
- le partage volontaire des informations opérationnelles relatives aux menaces d'origine cyber et les vulnérabilités entre acteurs du secteur financier.

¹⁰⁶ Le 31 janvier 2023, le piratage informatique de la société Ion, société d'édition de logiciels automatisant les activités sur produits dérivés (analyse, *matching*, réconciliation et compensation), avait bloqué l'ensemble des opérations sur contrats *futures* via son système de 42 de ses clients (voir [Cartographie des marchés et des risques AMF 2023](#)).



GESTION D'ACTIFS

SYNTHÈSE

Après la contraction des encours en 2022, la gestion collective mondiale est repartie à la hausse en 2023, portée par un rebond des valorisations et une collecte dynamique. Les fonds domiciliés en France ont suivi cette tendance globale d'accroissement des encours. Si l'appréciation des titres sous-jacents a bénéficié à toutes les principales stratégies d'actifs cotés, seuls les fonds monétaires et obligataires ont enregistré une collecte nette sur l'année. Les fonds actions et diversifiés ont pour leur part accusé des rachats nets qui limitent la progression de leurs encours. La remontée des taux directeurs a vraisemblablement renforcé l'attrait des titres de dette pour les investisseurs après l'effet transitoire initial sur la valorisation des obligations en portefeuille.

Les interrogations sur fonds d'actifs non cotés sont toujours d'actualité. Le marché de l'immobilier, et en particulier de l'immobilier commercial, a été fortement affecté par le changement de politique monétaire. Le coût de la dette pour les acteurs du secteur s'est considérablement renchéri, et la raréfaction des transactions rend les valorisations incertaines. Les fonds immobiliers ouverts, surtout ceux exposés au segment commercial, ont vu les demandes de rachat augmenter. Les différentes catégories de fonds font l'objet d'un suivi renforcé adapté à leurs caractéristiques juridiques. Les fonds de *private equity* et de *private debt* semblent éprouver des difficultés à identifier des cibles pour investir les sommes colossales qu'ils ont levées (*dry powder*), et la liquidation des participations au terme du cycle d'investissement est fréquemment retardée.

L'adoption des outils de gestion de la liquidité, qui permettent de limiter le risque de cessions forcées à prix décotés (induisant un effet pro-cyclique sur les marchés sous-jacents), et d'assurer le traitement équitable des porteurs de parts en limitant la prime au premier sortant et les déformations substantielles du portefeuille, s'est substantiellement améliorée en 2023 pour les fonds français, avant même l'entrée en application des exigences introduites par la révision des directives AIFM et OPCVM. Cela devrait permettre à l'industrie d'absorber plus facilement les éventuels chocs à venir.

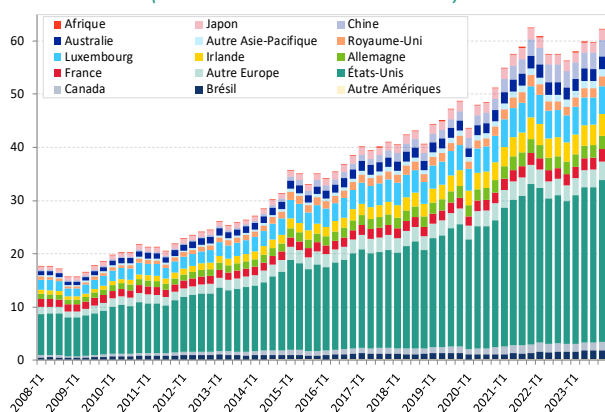
3.1. BILAN DE L'ANNÉE 2023 POUR LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE

3.1.1. L'encours de la gestion collective a crû d'environ 11 % en un an, et s'approche du record historique enregistré au quatrième trimestre 2021

L'actif net des fonds ouverts (hors fonds de fonds) a connu une progression d'environ 11 % (soit approximativement 5 950 milliards d'euros) au cours de l'année 2023, les encours dépassant ainsi 62 300 milliards d'euros gérés à fin 2023 selon l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA). Seuls 250 milliards d'euros séparent le niveau d'encours enregistré fin 2023 du pic absolu reporté fin 2021. Environ 60 % de l'accroissement de l'actif net mondial enregistré en 2023 est dû aux seuls fonds domiciliés aux États-Unis (+3 600 milliards d'euros). Les fonds américains constituent ainsi une part de plus en plus importante de la gestion collective mondiale : ils représentent 49 % des encours globaux en 2023 contre 47 % en 2020. La hausse des encours mondiaux s'explique majoritairement par un effet de marché : les flux de collecte nette s'établissent quant à eux à approximativement 2 130 milliards d'euros en 2023, ce qui représente environ 36 % de la variation d'encours. Ce niveau de flux est supérieur à celui enregistré en 2021. En effet, en 2021 les flux nets positifs représentaient environ 30 % de la variation de l'encours.

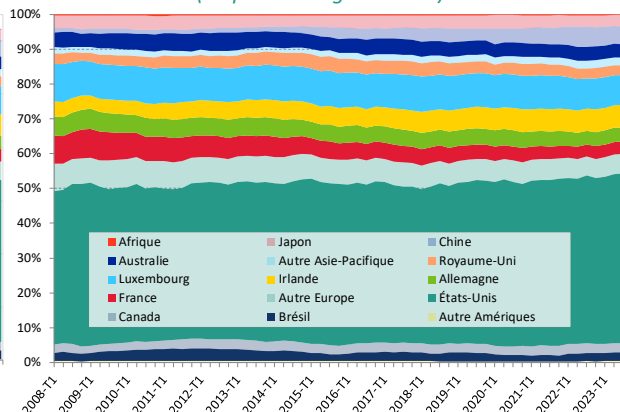
Graphique 76 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale (hors fonds de fonds), par grande juridiction de domiciliation des fonds

Graphique 76.1 : Évolution de l'actif net par grande juridiction de domiciliation des fonds
(en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

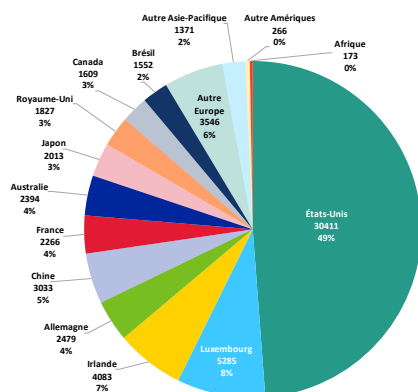
Graphique 76.1 : Évolution du poids de l'actif net de chaque grande juridiction de domiciliation des fonds
(en pourcentage du total)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

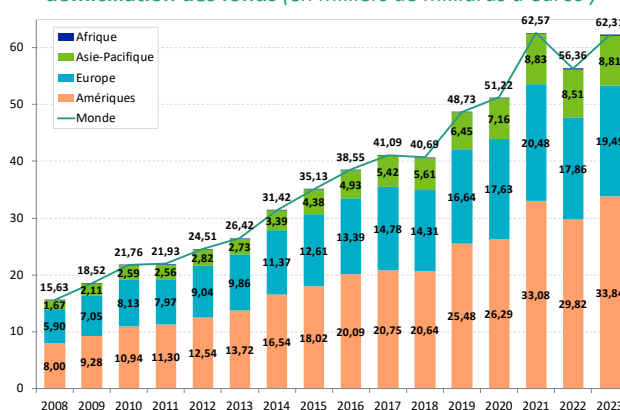
Graphique 77 : La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée

Graphique 77.1 : Répartition des encours fin 2023



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

Graphique 77.2 : Évolution par grandes régions de domiciliation des fonds (en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

3.1.2. La collecte mondiale a retrouvé son dynamisme au cours de l'année 2023

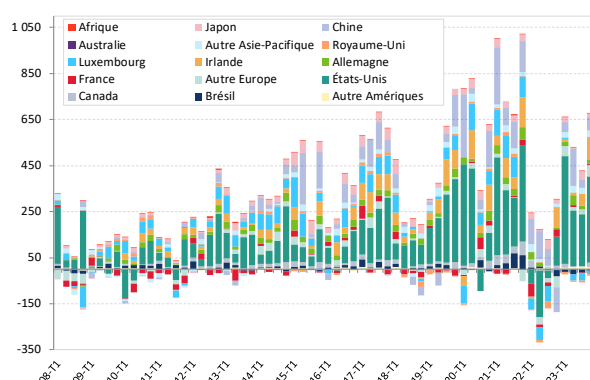
Après une année 2022 caractérisée par des flux nets négatifs, les fonds ont renoué avec la collecte en 2023. Ainsi, sur quinze pays ou zones géographiques considérés, seuls trois pays (le Brésil, le Luxembourg¹⁰⁷ et le Royaume-Uni) ont enregistré davantage de rachats que de souscriptions. En 2023, les fonds domiciliés aux États-Unis ont enregistré la deuxième meilleure année en termes de collecte nette après le record de 2021 (1 307 milliards d'euros contre 1 333 milliards d'euros en 2021 et une décollecte d'environ 172 milliards d'euros en 2022). Les flux nets positifs des fonds domiciliés aux États-Unis représentent ainsi à eux seuls environ 60 % de la collecte nette mondiale en 2023. Les fonds domiciliés dans l'Espace économique européen ont bénéficié d'une collecte nette

¹⁰⁷ La décollecte agrégée enregistrée au Luxembourg s'explique par une structure de marché de la gestion collective davantage orientée vers les fonds actions et diversifiés (globalement en décollecte nette en 2023) et le poids moindre des fonds monétaires (globalement en collecte en 2023) que la France et l'Irlande par exemple. Les fonds monétaires représentent environ 10 % du marché luxembourgeois contre environ 18 % du marché français et irlandais à fin 2023. Inversement, les fonds actions et diversifiés comptent pour près de 52 % de la gestion collective au Luxembourg contre 29 % en France et 44 % en Irlande.

d'environ 271 milliards d'euros sur l'année 2023, ce qui reste bien en-deçà des 826 milliards d'euros reportés en 2021 (ces fonds étaient en décollecte pour 273 milliards d'euros en 2022). Les fonds domiciliés en Chine ainsi que dans les autres pays développés (Canada, Suisse, Taïwan, Japon, Nouvelle-Zélande, Corée du Sud) ont continué à reporter des flux nets positifs en 2023 (environ 293 milliards d'euros pour les fonds chinois et 223 milliards d'euros pour les fonds domiciliés dans les autres pays développés).

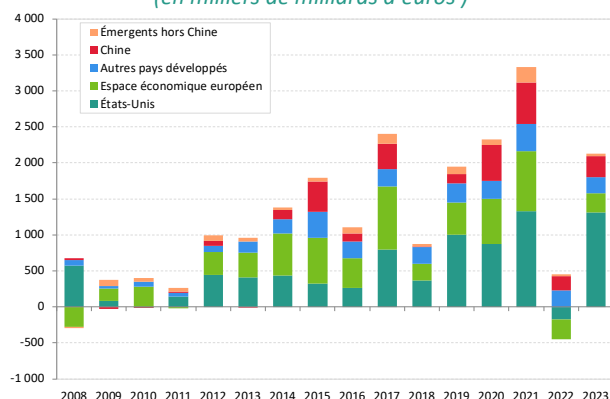
Graphique 78 : Évolution des flux nets de souscription-rachat

Graphique 78.1 : Évolution trimestrielle des flux nets de souscription-rachat par pays (en milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

Graphique 78.2 : Évolution annuelle des flux nets de souscription-rachat par zone de domiciliation (en milliers de milliards d'euros)



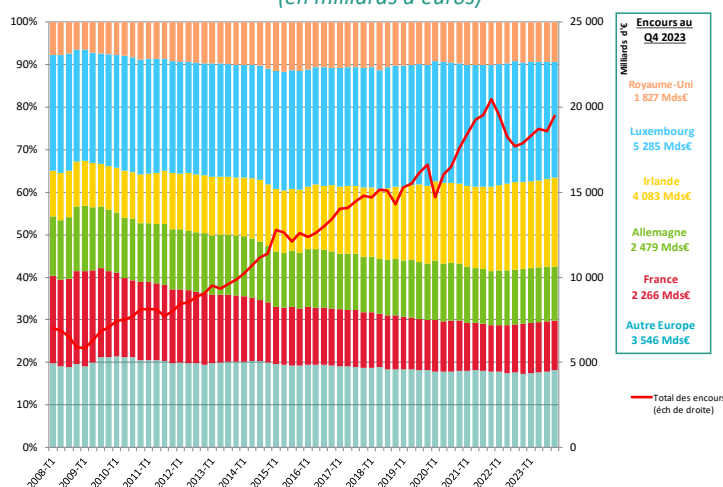
Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

3.2. RÉPARTITION DU MARCHÉ EN EUROPE

3.2.1. La gestion collective européenne connaît une hausse de l'encours

L'encours des fonds européens a progressé d'approximativement 1 624 milliards d'euros en 2023 (soit une hausse d'environ 9 %). L'effet de marché explique la majorité de cette évolution : la collecte nette n'a représenté que 318 milliards d'euros (soit environ 20 % de la variation d'encours entre 2022 et 2023). Cinq juridictions européennes (Allemagne, France, Irlande, Luxembourg et Royaume-Uni) se partagent 80 % du marché. Les fonds domiciliés dans les autres pays européens ont pourtant connu la plus grande hausse des encours en 2023 (451 milliards d'euros), suivis par les fonds domiciliés en Irlande (430 milliards d'euros). En termes de juridiction de domiciliation des fonds, le classement 2022 reste inchangé, même si le poids des fonds luxembourgeois accuse une légère baisse (d'environ 1 point de pourcentage entre 2022 et 2023) au profit des fonds irlandais (hausse d'environ 0,5 point de pourcentage). Ainsi, les fonds luxembourgeois se maintiennent à la première place et concentrent environ 5 285 milliards d'euros d'encours (27 % de l'actif net européen). Ils sont suivis par les fonds domiciliés en Irlande, qui représentent environ 21 % du marché. La France se situe à la 4^e place (avec environ 12 % des encours européens), juste après l'Allemagne, dont les fonds pèsent approximativement 13 % du marché européen. La 5^e place du classement est occupée par le Royaume-Uni, avec 9 % des encours européens.

Graphique 79 : Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe et répartition par juridiction
(en milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2023-T4

3.3. FOCUS SUR LES FONDS FRANÇAIS

Cette section dresse un état des lieux de l'évolution de la gestion collective française par type de fonds. Comme pour la dernière cartographie des risques, nous utilisons les séries agrégées de la Banque de France (données à fréquences mensuelle et annuelle) pour la version historique longue des graphiques. *A contrario*, les données granulaires de supervision reportées à l'AMF sont utilisées pour fournir une vision détaillée sur les trois premiers mois de l'année 2024.

3.3.1. Fonds monétaires : hausse importante des encours expliquée par une meilleure performance accompagnée de flux nets positifs

Les données de la Banque de France indiquent qu'au cours de l'année 2023, les fonds monétaires (ou MMF pour *Money Market Funds*) ont vu leur encours augmenter d'environ 56 milliards d'euros (soit 16 % de l'encours à fin décembre 2022) et s'établissent à 416 milliards d'euros fin 2023. Cet accroissement de l'encours est le deuxième plus important après celui de 2020 (79 milliards d'euros).

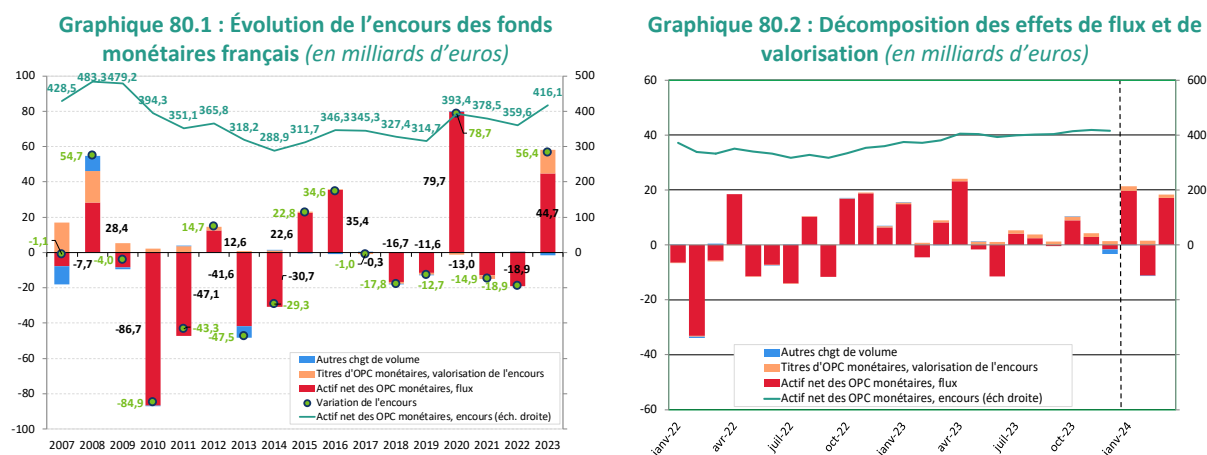
Le nouvel environnement des taux d'intérêt a grandement bénéficié aux fonds monétaires. Premièrement, avec la hausse des taux directeurs, les titres de court-terme dans lesquels ces fonds investissent offrent un meilleur rendement. Le Graphique 80.1 montre en effet qu'environ 24 % de la hausse des encours (13 milliards d'euros) est expliquée par l'effet valorisation. Deuxièmement, les investisseurs ont été attirés par les performances élevées de ces produits généralement considérés « sans risque » et ont donc placé environ 45 milliards d'euros dans les MMF au cours de l'année 2023. L'année dernière a ainsi été la deuxième meilleure année de collecte depuis 2007 (après les flux d'environ 80 milliards d'euros enregistrés en 2020).

Historiquement, on a observé une forte cyclicité trimestrielle des flux sur les MMF français¹⁰⁸ avec des rachats substantiels (de l'ordre de plusieurs dizaines de milliards d'euros) sur le dernier mois de chaque trimestre compensés presque immédiatement par des souscriptions du même ordre au début du trimestre suivant. Cet effet n'est pas particulièrement marqué sur l'année 2023 : les flux cumulés de fin de trimestre n'atteignent qu'environ -6 milliards d'euros contre -18 milliards d'euros en 2022. La collecte conjoncturelle associée à la hausse substantielle des rendements a gommé ces fluctuations infra-annuelles.

¹⁰⁸ Cf. par exemple le Graphique 5 dans Darpeix et Mosson (2021). [Analyse détaillée des portefeuilles des fonds monétaires de droit français lors de la crise de la Covid-19 de début 2020](#). Documents de travail de l'AMF. Mai 2021.

La dynamique de valorisation et de flux nets positifs a continué lors des trois premiers mois de l'année 2024 (Graphique 80.2). L'effet de valorisation s'établit à environ 4 milliards d'euros au T1 2024 (soit 4 % en rendement annualisé), reflétant le maintien du niveau des taux directeurs à un niveau élevé et donc des rentabilités nominales plus grandes offertes par les titres de court-terme. De même, les fortes souscriptions enregistrées par les MMF français en 2023 se sont poursuivies en 2024 : au cours du premier trimestre 2024, les flux nets positifs ont représenté environ 25 milliards d'euros, soit 6 % de l'encours total des MMF à fin 2023.

Graphique 80 : Évolution des fonds monétaires français



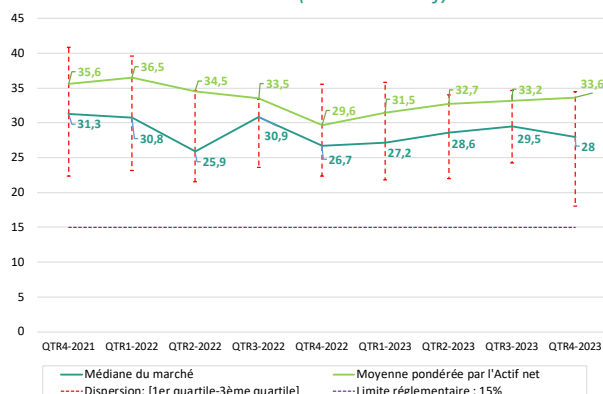
Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2022 et fin mars 2024. La droite en pointillés marque la fin d'année 2023. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2024 en revanche, le graphique s'appuie sur les bases de supervision de l'AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes. En particulier, les chiffres de la Banque de France excluent les fonds monétaires d'épargne salariale, qui représentaient à fin 2023 près de 28 milliards d'euros.

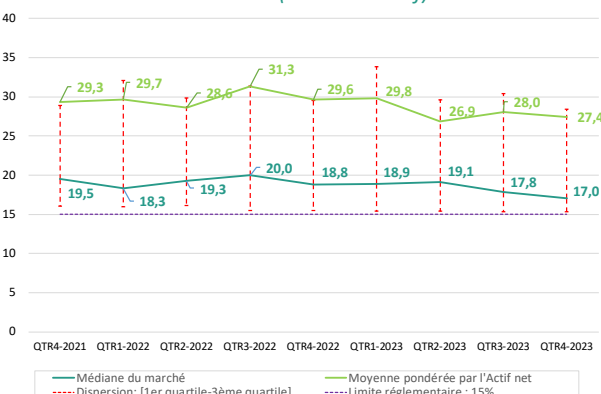
En complément des exigences réglementaires applicables à l'ensemble des fonds d'investissement européens (directives OPCVM ou AIFM et actes délégués afférents), les fonds monétaires sont soumis au règlement MMF qui leur impose entre autres des coussins de liquidité hebdomadaires et quotidiens minimaux ainsi qu'un suivi continu de leur risque de crédit et de leur risque de taux. Le Graphique 81 présente l'évolution trimestrielle de la moyenne, pondérée par l'actif net, des coussins de liquidité hebdomadaire (WLA, pour *weekly liquid assets*) ainsi que l'évolution de la médiane et de la dispersion de ces coussins. Au cours de l'année 2023, les MMF de court-terme ont augmenté leurs coussins de liquidité hebdomadaire (à fin 2023 ils se situent à un niveau moyen de 34 % du portefeuille contre 30 % fin 2022), tandis que les MMF standards les ont diminués d'environ 2 points de pourcentage (environ 27 % à fin 2023) tout en restant au-dessus des seuils réglementaires (fixées à 15 % pour les coussins de liquidité hebdomadaire). De plus, les plus grands MMF disposent de coussins de liquidité hebdomadaire proportionnellement plus importants (ce qui traduit le fait que la moyenne pondérée est systématiquement supérieure à la médiane).

Graphique 81 : Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire

Graphique 81.1 : Évolution des coussins pour les MMF de court-terme (en % de l'actif)



Graphique 81.2 : Évolution des coussins pour les MMF standards (en % de l'actif)



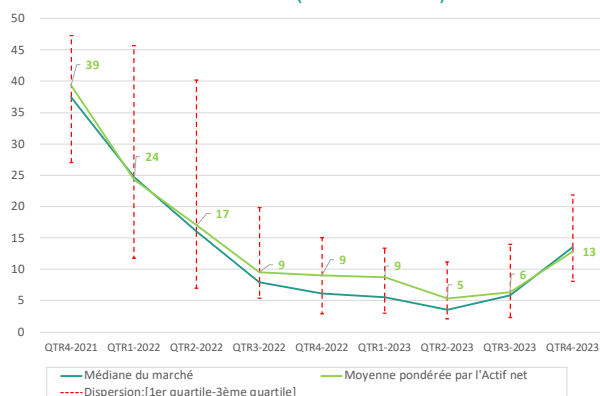
Source : AMF, données MMFR

L'année 2023 a été caractérisée par la poursuite des hausses de taux directeurs par les banques centrales. En Europe, la dernière hausse de la BCE date du 20 septembre 2023 (taux d'intérêt des opérations principales à 4,50 %, facilité de prêt marginal à 4,75 % et facilité de dépôt à 4,00 %). Pour autant, la structure du portefeuille n'a que marginalement évolué au cours de l'année passée : le Graphique 82 présente la maturité moyenne pondérée du portefeuille du fonds (*weighted asset maturity*, ou WAM) qui mesure la sensibilité d'un fonds monétaire aux variations des taux d'intérêt du marché monétaire.

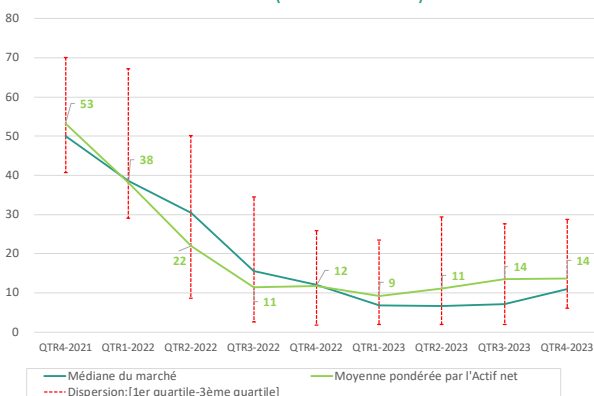
Après s'être couverts contre l'effet des nouvelles hausses des taux d'intérêt en 2022 (en privilégiant les instruments ayant une maturité très courte), les MMF de court-terme ont continué de réduire leur WAM pendant les deux premiers trimestres de l'année 2023. Au Q4 2023, en revanche, la WAM moyenne pondérée des MMF de court-terme a plus que doublé, passant de 6 à 13 jours. Concernant les MMF standards, la moyenne pondérée de la WAM reste inchangée mais la médiane croît entre les deux derniers trimestres (de 7 à 11 jours). Ces évolutions indiquent un investissement croissant des gérants des MMF dans des instruments à maturité plus longue, qui s'explique par la fin escomptée du resserrement de la politique monétaire.

Graphique 82 : Évolution de la *weighted asset maturity* (WAM)

Graphique 82.1 : Évolution de la WAM pour les MMF de court-terme (en % de l'actif)



Graphique 82.2 : Évolution de la WAM pour les MMF standard (en % de l'actif)



Source : AMF, données MMFR

Encadré 9 : Bilan des évolutions réglementaires pour les fonds monétaires

Au lendemain de la crise sanitaire mondiale de la COVID-19, qui a mis en lumière un certain nombre de vulnérabilités du marché du financement court terme et des fonds monétaires, plusieurs initiatives ont été lancées dans le but d'accroître la capacité de résistance des MMF. Sans rappeler les différentes recommandations faites par les organisations européennes et internationales (déjà détaillées dans l'encadré 6 de la [Cartographie des marchés et des risques 2022](#)), cet encadré vise à décrire les évolutions déjà mises en œuvre ou envisagées dans les principales juridictions de domiciliation des MMF (États-Unis et Union européenne) ainsi qu'au Royaume-Uni.

États-Unis : Les événements de mars 2020 ont conduit la *Securities and Exchange Commission* (SEC) à envisager des mesures afin de permettre aux MMF de mieux gérer les périodes de stress. Ainsi, en 2023, la SEC a adopté un nouveau cadre réglementaire¹⁰⁹ applicable aux fonds monétaires américains dont les principales évolutions sont les suivantes :

- augmentation pour tous les MMF des niveaux minimaux des coussins de liquidité, qui passent ainsi de 10 % à 25 % pour les coussins journaliers et de 30 % à 50 % pour les coussins hebdomadaires. Selon la SEC, cette augmentation devrait permettre aux MMF de disposer de suffisamment d'actifs liquides qui seraient utilisables en période de crise afin de répondre aux rachats ;
- suppression des liens réglementaires existants entre le franchissement des seuils minimums de liquidité et l'imposition de frais de liquidité ou de plafonnement des rachats (*gates*)¹¹⁰ ;
- obligation pour les MMF institutionnels de dette privée (*institutional prime MMFs*) et de dette municipale (*institutional tax-exempt MMF*) d'adopter des frais de liquidité en cas de rachats supérieurs à 5 % de l'actif net à moins que le coût de la liquidité soit inférieur à un point de base (afin de transférer aux investisseurs sortants le coût de la liquidité) ;
- obligation pour les MMF de dette privée (*non-government MMF*, c'est-à-dire de dette privée ou municipale) d'imposer des frais de liquidité discrétionnaires si le conseil d'administration du fonds considère que leur introduction est dans le meilleur intérêt du fonds.

Union européenne : Les MMF européens sont régis par le règlement 2017/1131 sur les fonds monétaires (MMFR) entré en application en janvier 2019. L'article 46 de ce règlement impose à la Commission européenne de procéder, avant fin juillet 2022, à un réexamen de ce cadre législatif afin d'établir « si le présent règlement est approprié d'un point de vue à la fois prudentiel et économique ». La Commission a ainsi procédé à une consultation publique ciblée sur le fonctionnement du règlement¹¹¹ et a publié son rapport sur l'adéquation en 2023¹¹².

Malgré les différentes recommandations émises, entre autres, par le Conseil de stabilité financière (CSF/FSB)¹¹³, le Conseil européen du risque systémique (CERS/ESRB)¹¹⁴ et l'ESMA¹¹⁵ après la crise de 2020, la Commission européenne a décidé de ne pas proposer de modifications au règlement MMF. Les réponses aux principales propositions de réforme des MMF sont détaillées ci-dessous :

- en réponse à la proposition visant à imposer aux fonds à valeur liquidative de faible volatilité (LVNAV) une variabilité de la NAV (ce qui conduirait à la disparition des structures de type LVNAV), la Commission européenne souligne que ces fonds sont assimilables à des dépôts, ce qui constitue l'une des principales raisons pour lesquelles les investisseurs utilisent ces produits. Si les LVNAV venaient à disparaître, les investisseurs pourraient ne plus utiliser des fonds monétaires ou bien se tourner vers des fonds monétaires de dette publique à valeur liquidative constante (CNAV) ou des MMF à valeur liquidative variable (VNAV) de court-terme afin de gérer leur liquidité. Pourtant, selon les réponses à la consultation, les actifs éligibles aux fonds CNAV sont perçus comme un segment trop limité pour satisfaire les besoins de gestion de trésorerie des investisseurs. Par ailleurs, des incertitudes relatives au traitement comptable des VNAV court-terme en équivalents de trésorerie persistent entre les différentes juridictions ;
- en ce qui concerne l'exigence de détention de dette publique par les MMF (qui avait été écartée par l'ESMA et n'était soutenue que par l'ESRB), les réponses à la consultation font état d'interrogations par rapport à un éventuel

¹⁰⁹ Securities and Exchange Commission (2023). [Final Rule Money Market Fund Reforms](#).

¹¹⁰ Selon la réglementation en vigueur en 2020, si les coussins de liquidité hebdomadaires se situent en-dessous de 30 % et si le conseil d'administration considère que l'adoption des frais de liquidité ou la suspension des rachats est dans l'intérêt du fonds, un MMF pourrait imposer des frais de liquidité de maximum 2 % ou suspendre les rachats jusqu'à 10 jours ouvrés pendant une période de 90 jours. De plus, dans le cas des fonds monétaires de dette privée (*non-government money market funds*), si le niveau du coussin de liquidité hebdomadaire tombe en-dessous de 10 %, alors le fonds doit appliquer des frais de liquidité de 1 % sur les rachats, sauf si le conseil d'administration du fonds considère que l'adoption des frais de liquidité n'est pas dans le meilleur intérêt du fonds.

¹¹¹ Commission européenne (2024). [Targeted consultation on the functioning of the Money Market Fund Regulation](#).

¹¹² Commission européenne (2023). [Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the adequacy of Regulation \(EU\) 2017/1131 of the European Parliament and of the Council on money market funds from a prudential and economic point of view](#).

¹¹³ FSB (2021). [Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience – Final report](#).

¹¹⁴ ESRB (2021). [Recommendation of the European Systemic Risk Board on reform of money market funds](#), ESRB/2021/9.

¹¹⁵ ESMA (2022). [Final Report: ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation](#).

transfert du risque de liquidité vers le marché de la dette souveraine. De plus, les détentions des MMF seraient plus concentrées dans cette classe d'actifs, réduisant les bénéfices d'une diversification des actifs détenus surtout en période de crise ;

- les différentes recommandations font aussi souvent apparaître la proposition d'augmenter la taille des coussins de liquidité des MMF. Dans son rapport, la Commission européenne considère que ces propositions sont difficiles à mettre en œuvre étant donné qu'il n'est pas aisé de définir les actifs liquides, dans la mesure où les titres de dette publique pourraient aussi subir des tensions (comme l'a montré l'épisode de crise sur les *gilts* britanniques¹¹⁶) ;
- s'agissant de la proposition visant à accroître l'utilisation des outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools* ou LMT) dans le but de faire supporter aux investisseurs sortants le coût de la liquidité, la Commission européenne considère que ce point a déjà été traité par la revue des directives AIFM et OPCVM, qui impose aux gérants des fonds monétaires l'adoption d'au moins un LMT parmi une liste définie.

La Commission européenne considère donc que le règlement MMF n'a pas besoin d'évoluer dans la mesure où son adoption a renforcé le cadre législatif applicable aux MMF et que les garde-fous qui y sont mentionnés ont fonctionné comme convenu.¹¹⁷ En effet, la Commission souligne le fait que malgré les différentes tensions subies par les MMF ces dernières années, aucun fonds n'a suspendu ses rachats, introduit des frais de liquidité ou mis en place de *gates*. Plus récemment, dans le cadre de la [consultation ciblée concernant l'évaluation de l'adéquation des politiques macroprudentielles pour l'intermédiation financière non-bancaire \(NBF\)](#), la Commission européenne a posé une série de questions portant, entre autres, sur les pouvoirs de supervision¹¹⁸ et les stress-tests des MMF. Une réouverture du débat pourrait donc être décidée lors de la prochaine mandature.

La résilience du cadre législatif existant en cas de crise sera d'autant plus cruciale que la normalisation de la politique monétaire a favorisé l'augmentation de l'actif net de ces fonds en rétablissant leur rentabilité. En effet, selon les données EFAMA, l'actif net des MMF domiciliés dans les trois plus grandes juridictions européennes – à savoir la France, l'Irlande et le Luxembourg a crû d'environ 175 milliards d'euros en 2023, soit 10 % de l'actif net à fin 2022.

Royaume-Uni : Au moment du Brexit, le règlement sur les fonds monétaires découlant du droit européen (MMFR)¹¹⁹ a été maintenu outre-Manche. Cependant, un travail sur la définition d'un nouveau cadre législatif applicable au Royaume-Uni a commencé en 2023. Il est important de souligner que le marché des MMF domiciliés au Royaume-Uni est extrêmement limité (environ 26 milliards d'euros d'actif net à fin 2023, soit moins de 2 % de l'encours en Europe). Toutefois, les MMF libellés en livre sterling et domiciliés dans l'Union européenne (exclusivement en Irlande et au Luxembourg) totalisaient plus de 300 milliards d'euros d'encours fin 2022 (soit 22 % du volume des fonds monétaires de l'Union européenne)¹²⁰. C'est donc surtout ce marché *offshore* qui est visé par les autorités britanniques.

Le Trésor britannique a publié la note d'orientation, ainsi qu'un projet d'instrument statutaire ([Draft Statutory Instrument et Money Markets Framework Policy Note](#)) pour lequel des commentaires techniques étaient attendus jusqu'au 24 janvier 2024. Par rapport au cadre européen en vigueur, ces documents n'apportent pas de changements majeurs, mais ils rappellent que le régime transitoire permettant la commercialisation au Royaume-Uni des MMF européens s'arrête au 31 décembre 2027. En parallèle, la *Financial Conduct Authority* (FCA) en collaboration étroite avec la Banque d'Angleterre a également publié un papier de consultation¹²¹ détaillant plusieurs mesures visant à améliorer la résilience des fonds monétaires. Les principales propositions concernent :

- l'augmentation pour tous les MMF¹²² des niveaux minimaux des coussins de liquidité journaliers et hebdomadaires, qui passeraient ainsi à 15 % (contre 7,5 % pour les VNAV et 10 % pour les CNAV et LVNAV) et à 50 % respectivement (contre 15 % pour les VNAV et 30 % pour les CNAV et LVNAV). De plus, les actifs éligibles

¹¹⁶ Voir la section « Analyse de la crise des fonds *Liability-Driven Investment* (LDI) au Royaume-Uni » de la [Cartographie des marchés et des risques 2023](#).

¹¹⁷ Cependant, la Commission européenne souligne dans son rapport que la proposition portant sur la suppression des liens réglementaires entre le franchissement des seuils minimums de liquidité et l'imposition des LMT mériterait d'être approfondie pour les MMF de court-terme. De même, elle considère que des problématiques plus structurelles, en lien avec le marché sous-jacent des titres de court-terme, devraient être étudiées davantage.

¹¹⁸ En ce qui concerne les pouvoirs de supervision, la Commission européenne demande par exemple quels seraient les avantages et inconvénients de donner à l'autorité compétente le pouvoir d'augmenter les coussins de liquidité sur une base individuelle ou collective en cas de risques pour la stabilité financière du système.

¹¹⁹ [Règlement 2017/1131 du Parlement Européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires](#).

¹²⁰ Cf. en particulier ESMA (2023). [ESMA Market Report : EU MMF market 2023](#). ESMA20-165-2391. Février 2023.

¹²¹ FCA (2023). [Consultation Paper CP23/28 – Updating the regime for Money Market Funds](#). La période de consultation a pris fin le 8 mars 2024.

¹²² Même si la FCA ne peut pas contraindre les MMF libellés en livre sterling domiciliés à l'étranger à respecter les coussins de liquidité proposés, le risque que ces fonds ne puissent plus être distribués au Royaume-Uni s'ils ne sont pas considérés comme des fonds « équivalents » semble très incitatif.

entrant dans le calcul du coussin de liquidité hebdomadaire des MMF VNAV (*variable net asset value*) seraient aussi revus¹²³ ;

- la suppression pour les MMF de court-terme des liens réglementaires existants entre le franchissement des seuils minimums de liquidité et l'imposition de frais de liquidité ou de plafonnement des rachats ;
- l'adoption d'au moins un outil de gestion de liquidité anti-dilutif supplémentaire, lequel serait mentionné dans le prospectus et serait utilisé à la discrétion du gestionnaire et dans le meilleur intérêt des investisseurs ;
- le renforcement des exercices de simulation de crise (stress-test) pour les fonds monétaires à valeur liquidative constante ou à faible volatilité (fonds CNAV ou LVNAV)¹²⁴.

3.3.2. Fonds actions : hausse de l'actif net en 2023 liée à une bonne performance boursière qui compense la décollecte enregistrée

Après une forte baisse en 2022, les encours des fonds actions français sont repartis à la hausse en 2023 (+ 23 milliards d'euros, soit environ 7 % de l'actif net à fin 2022) pour s'établir à 359 milliards d'euros au 31 décembre 2023 (en deçà du record historique de 406 milliards d'euros atteint fin 2021).

La hausse des encours s'explique par un fort effet valorisation dans un contexte de reprise boursière¹²⁵. L'effet marché se situe à environ 46 milliards d'euros en 2023 (soit 14 % de l'actif net à fin 2022), ce qui constitue la troisième meilleure année (après 2019 et 2021) depuis 10 ans. Ainsi, le Graphique 83.2 montre, entre autres, que les fonds actions ont connu des hausses de valorisation pendant 8 des 12 mois de l'année 2023. Cependant, malgré cet effet marché positif, les fonds actions français ont enregistré plus de rachats que de souscriptions en 2023, ce qui a conduit à un flux total négatif d'environ 24 milliards d'euros. Ce niveau de décollecte est le plus important depuis 2019. Même si la majorité de ce flux négatif a été enregistré entre janvier et avril 2023 (environ 15 milliards d'euros), les rachats ont continué tout au long de l'année.

Le Graphique 83.2 montre également que cette situation se prolonge en 2024 : des décollectes nettes ont été constatées pendant les trois premiers mois de l'année (avoisinant 3 milliards d'euros en cumulé), malgré un fort effet de valorisation (+ 23 milliards d'euros sur le trimestre).

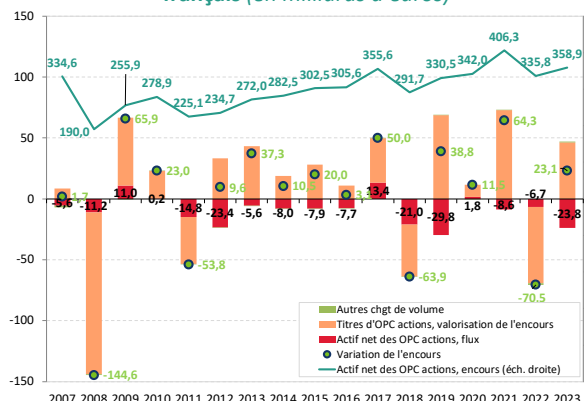
¹²³ En ce qui concerne la modification des actifs éligibles, la FCA propose d'étendre aux MMF standard la possibilité d'inclure dans le calcul des coussins de liquidité hebdomadaire un maximum de 17,5 % d'actifs émis ou garantis par des institutions publiques ayant une maturité résiduelle de 190 jours au maximum. De plus, la FCA propose de supprimer la possibilité pour les MMF standard d'inclure dans le calcul des coussins de liquidité hebdomadaire des instruments du marché monétaire ou des parts ou actions d'autres fonds monétaires.

¹²⁴ Un exemple d'éléments à prendre en compte dans les stress-tests inclut l'impact sur les flux sortants du non-respect du *corridor* (des LVNAV). Selon la réglementation, les LVNAV peuvent afficher une valeur liquidative constante tant que la différence entre cette NAV constante et la NAV qu'aurait le fonds s'il évaluait les actifs au prix de marché (*corridor*) ne dépasse pas 20 points de base.

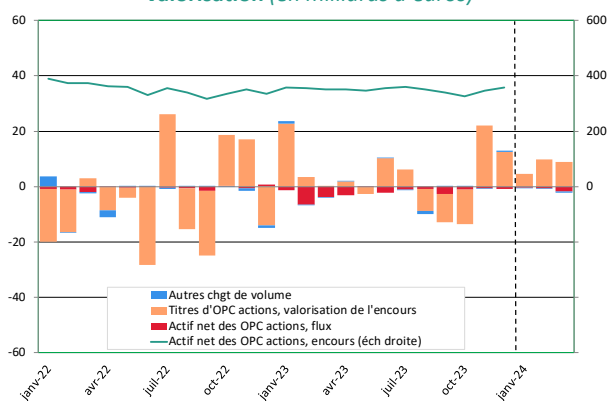
¹²⁵ L'indice CAC40 a progressé de 20,1 % en 2023 (dividendes réinvestis), tandis que l'indice Eurostoxx 50 a gagné 19 % la même année.

Graphique 83 : Évolution des fonds actions français

Graphique 83.1 : Évolution de l'encours des fonds actions français (en milliards d'euros)



Graphique 83.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2022 et fin mars 2024. La droite en pointillé marque la fin d'année 2023. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2024 en revanche, le graphique s'appuie sur les bases de supervision de l'AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes.

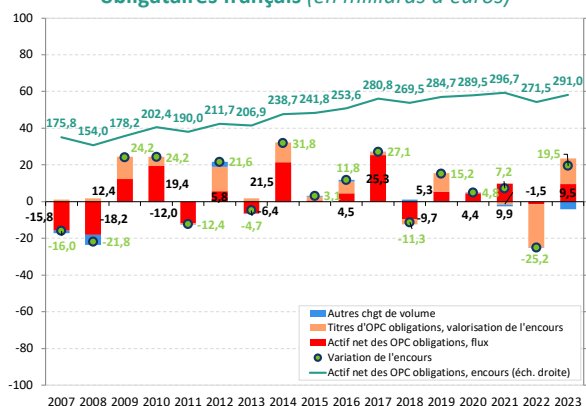
3.3.3. Fonds obligataires : collecte et appréciation des actifs font augmenter les encours en 2023, à un niveau proche du pic de 2021

Comme les fonds actions, les fonds obligataires ont connu une croissance de leurs encours en 2023 (de 272 milliards d'euros fin 2022 à 291 milliards d'euros fin 2023). Cet accroissement constitue la plus forte hausse depuis 2017 et représente environ 20 milliards d'euros, équivalent à 7 % de l'actif net à fin 2022.

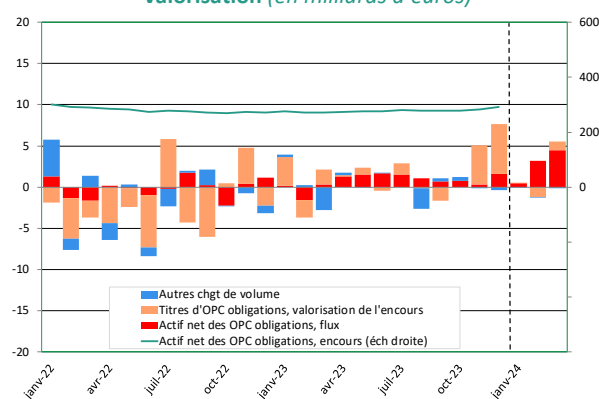
Malgré la poursuite de la remontée des taux d'intérêt en 2023, les fonds obligataires français enregistrent un effet valorisation qui explique 14 milliards de hausse d'encours. Cet effet de marché s'accompagne de flux nets positifs pour un total cumulé de 10 milliards d'euros sur l'année 2023. Les données mensuelles confirment cette analyse. Ainsi, février 2023 est le seul mois de l'année où les rachats ont surpassé les souscriptions. En définitive, la collecte nette mensuelle moyenne des fonds obligataires français s'élevait à environ 800 millions d'euros en 2023 pour un effet de marché moyen mensuel d'environ 1 milliard d'euros. L'effet valorisation s'est estompé au premier trimestre 2024 (Graphique 84.2), pour autant la collecte s'est amplifiée. Ainsi, entre janvier et mars 2024, les fonds obligataires français ont reporté un effet de valorisation cumulé quasi nul (-70 millions d'euros), tandis que les flux de souscription nets atteignaient 8 milliards d'euros.

Graphique 84 : Évolution des fonds obligataires français

Graphique 84.1 : Évolution de l'encours des fonds obligataires français (en milliards d'euros)



Graphique 84.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2022 et fin mars 2024. La droite en pointillé marque la fin d'année 2023. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2024 en revanche, le graphique s'appuie sur les bases de supervision de l'AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes.

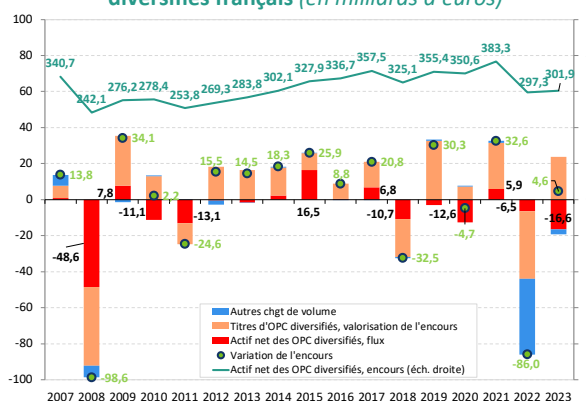
3.3.4. Fonds diversifiés : hausse limitée des encours en 2023 malgré un effet de marché positif

Les statistiques de la Banque de France indiquent une hausse limitée des encours en 2023 pour les fonds diversifiés français (5 milliards d'euros soit une hausse d'environ 2 %). Comme pour les autres fonds français, les fonds diversifiés ont bénéficié d'un effet valorisation positif en 2023, qui s'établit à environ 24 milliards d'euros, soit 8 % des encours fin 2022. Cependant, cet effet valorisation a été contrebalancé par des flux sortants pour environ 17 milliards d'euros en cumulé sur 2023.

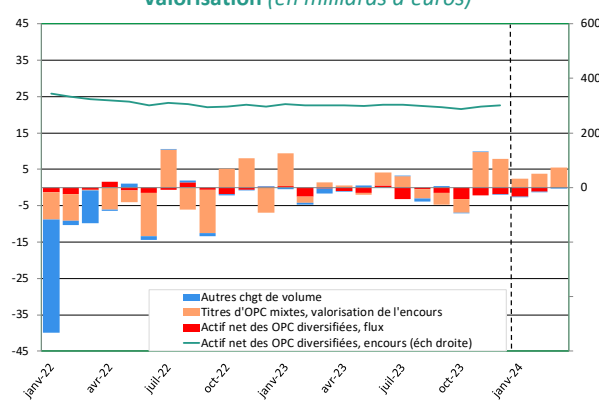
Cette tendance s'est poursuivie sur les trois premiers mois de l'année 2024 : de janvier à mars, les fonds diversifiés ont enregistré un effet valorisation positif de 12 milliards d'euros (soit approximativement 4 % de l'encours total fin 2023), en parallèle de 4 milliards d'euros de rachats nets.

Graphique 85 : Évolution des fonds diversifiés français

Graphique 85.1 : Évolution de l'encours des fonds diversifiés français (en milliards d'euros)



Graphique 85.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2022 et fin mars 2024. La droite en pointillé marque la fin d'année 2023. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2024 en revanche, le graphique s'appuie sur les bases de supervision de l'AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes.

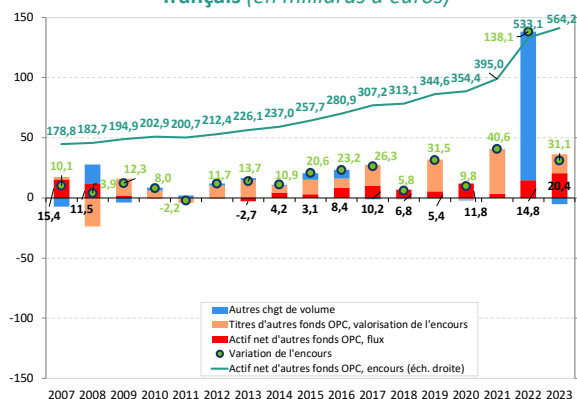
3.3.5. Fonds autres : hausse de l'encours en 2023 grâce à un effet valorisation et des flux nets positifs

Les encours des fonds « autres »¹²⁶ ont enregistré une hausse de 31 milliards d'euros au cours de l'année 2023, passant ainsi de 533 milliards d'euros fin 2022 à 564 milliards d'euros à fin 2023 (+6 %).

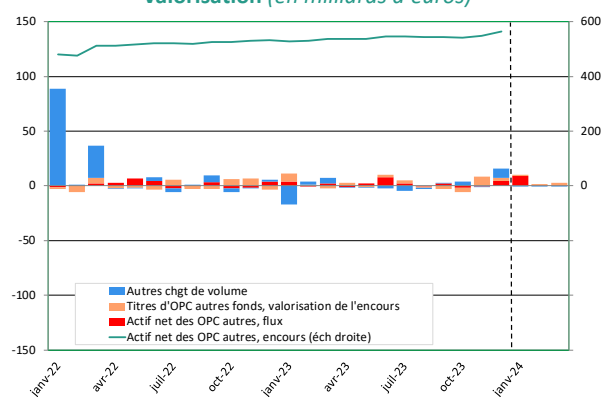
La hausse des encours qui a eu lieu en 2023 s'explique à la fois par un effet valorisation et par des flux nets positifs¹²⁷. Ainsi, l'effet de marché compte pour environ la moitié de l'augmentation des encours et s'établit à 16 milliards d'euros l'année passée. L'effet flux représente quant à lui environ 20 milliards d'euros, dont approximativement 9 milliards d'euros pour le seul deuxième trimestre, période traditionnelle de versement de l'intéressement et de la participation sur les plans d'épargne entreprise. Cependant, nous observons que, même si les flux nets annuels sont plus élevés en 2023 qu'en 2022 (différence d'environ 5 milliards d'euros entre les deux années ou 34 % de hausse par rapport aux flux totaux de 2022), la collecte nette reportée au T2 2023 se situe à un niveau inférieur à celle enregistrée lors de la même période en 2022 (9 milliards d'euros contre 14 milliards d'euros au T2 2022)¹²⁸. Ceci est expliqué par des fortes collectes nettes qui ont eu lieu en décembre 2023 (5 milliards d'euros) et respectivement en janvier 2023 (environ 4 milliards d'euros).

Graphique 86 : Évolution des fonds français « autres »

Graphique 86.1 : Évolution de l'encours des autres fonds français (en milliards d'euros)



Graphique 86.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)



Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2022 et fin mars 2024. La droite en pointillé marque la fin d'année 2023. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2024 en revanche, le graphique s'appuie sur les bases de supervision de l'AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes.

¹²⁶ Les fonds « autres » se composent majoritairement des fonds d'épargne salariale, mais on trouve aussi les fonds immobiliers et les fonds de capital investissement. Une partie plus marginale des fonds « autres » est constituée par les fonds à formule et les *hedge funds*.

¹²⁷ Les autres changements de volume viennent réduire d'environ 5 milliards d'euros les encours de fonds « autres ».

¹²⁸ Pourtant, l'étude de l'AFG fait état d'une hausse des versements issus de l'intéressement et de la participation en 2023 accompagnée d'une augmentation des rachats. Voir AFG (2024). [L'épargne salariale et l'épargne retraite d'entreprise collective – Données d'enquête à fin 2023](#).

Encadré 10 : État des lieux de la classification SFDR pour les fonds français

Depuis le 10 mars 2021, le secteur financier (y compris le secteur de la gestion d'actifs) doit se conformer à des règles de transparence en matière environnementale et sociale du fait de l'entrée en vigueur du règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité (*Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFDR). Les fonds d'investissement doivent ainsi publier des informations détaillant leur méthode d'intégration des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) et l'éventuel impact de ces risques ESG sur leurs investissements.

SFDR introduit une classification des produits financiers selon les trois catégories suivantes :

- les produits **Article 9** qui ont « pour objectif l'investissement durable » ;
- les produits **Article 8** qui « promeuvent, entre autres caractéristiques, des caractéristiques environnementales ou sociales, ou une combinaison de ces caractéristiques »¹²⁹ ;
- les produits **Article 6** qui représentent une catégorie résiduelle car ils couvrent les produits qui ne sont ni article 9 ni article 8.

Étant donné l'intérêt des investisseurs pour les produits durables (fonds Article 8 ou 9)¹³⁰, il est utile d'actualiser un état des lieux de la classification SFDR dans le cas des fonds français.

Tout d'abord, nous avons constitué la population de référence (tant en nombre de fonds qu'en actif net) en prenant en compte l'ensemble des fonds domiciliés en France, en vie en mars 2024. L'utilisation des bases internes AMF permet de s'assurer d'une couverture exhaustive. L'actif net total est tel qu'indiqué à fin mars 2024¹³¹.

L'échantillon de l'analyse provient de la base Morningstar. Lorsque Morningstar indiquait ne pas avoir de donnée SFDR pour un fonds donné, ce dernier a été considéré comme étant un fonds Article 6¹³².

Il apparaît que, d'une manière globale, les fonds Articles 8 et 9 pris ensemble représentent la moitié des fonds de l'échantillon obtenu sur Morningstar et 83 % de l'encours sous gestion¹³³. Les fonds article 9 restent très minoritaires, à savoir 3 % de l'échantillon, en termes de nombre et d'actif net.

Si l'on se restreint aux fonds OPCVM pour lesquels la couverture Morningstar est considérée comme très bonne, l'ensemble des fonds article 8 et 9 représente une proportion de l'échantillon obtenu sur Morningstar de 61 % en nombre et de 87 % en termes d'actif net.

Tableau 2 : Répartition des fonds français (source Morningstar) selon la catégorie SFDR

	Population (référentiel AMF)		Échantillon d'analyse		Article 8		Article 9		Total Art.8 & 9	
	Nb	Actif net (Mds€)	Nb	Actif net (Mds€)	Nb	Actif net	Nb	Actif net	Nb	Actif net
AIF	7 339	1 023	1 027	161	36 %	60 %	3 %	5 %	39 %	64 %
OPCVM	2 997	961	2 859	941	57 %	84 %	4 %	3 %	61 %	87 %
Total	10 336	1 984	3 886	1 102	52 %	81 %	4 %	3 %	55 %	83 %

Sources : Morningstar et AMF (base de données BIO), calculs AMF

¹²⁹ La Commission européenne, dans un document de questions-réponses publié le 14 juillet 2021, a apporté des précisions quant aux périmètres respectifs des Articles 9 et 8. À ce titre, elle a par exemple précisé qu'un produit soumis à l'Article 9 ne doit effectuer que des investissements durables, exception faite des investissements effectués à des fins de liquidité et de couverture. Voir en particulier la section V – question 1 et 2 du [Consolidated questions and answers Q&A on the SFDR and the SFDR Delegated Regulation](#).

¹³⁰ ESMA (2023). [Report on Trends, Risks and Vulnerabilities](#) montre par exemple qu'entre juin 2021 et juin 2023, les fonds Article 8 ont reçu plus de flux nets que les fonds Article 6, tandis que les flux des fonds Article 9 ont été stables au cours de la même période. Voir aussi Amzallag, Mazzacurati et Mosson (2023). [ESG names and claims in the EU fund industry](#). ESMA TRV Risk Analysis. ESMA50-524821-2931. 2 octobre 2023. Consciente du risque d'éco blanchiment, l'ESMA a d'ailleurs publié des [guidelines](#) sur la dénomination des fonds en mai 2024. Par sa position-recommandation DOC-2020-03, l'AMF avait exigé que la communication extra-financière des fonds soit associée à une démarche significativement engageante de la gestion.

¹³¹ Cependant, il est important de souligner qu'une partie des fonds ne valorise pas leur actif à fin mars 2024, ce qui peut être dû à des fréquences de valorisation différentes. La dernière valorisation disponible (sous réserve qu'elle date de moins d'un an) a donc été prise en compte.

¹³² Les données relatives aux classifications SFDR ne sont pas historisées dans les bases Morningstar. Elles correspondent à la dernière valeur disponible à la date d'extraction.

¹³³ Ces chiffres sont très largement supérieurs à ceux obtenus par [Darpeix et Demartini \(2023\)](#) sur la totalité du marché français à fin 2021 où la proportion des fonds Articles 8 et 9 s'établissait à 20 % en termes de nombre et 47 % en termes d'actifs. Cela peut être dû au caractère partiel de la base Morningstar (en particulier concernant les fonds d'investissement alternatifs) comme aux multiples changements de classification opérés dans les premières années de SFDR.

Cette image est à une date donnée (ici mai 2024, date à laquelle la classification SFDR a été téléchargée de Morningstar) et ne prend donc pas en compte les possibles modifications de classification SFDR. Or, il est important de savoir que des mouvements de déclassifications ou de reclassifications ont bien eu lieu depuis que le règlement SFDR est entré en vigueur. Ainsi, à fin 2022, Bioy, Wang et Carabia (2023)¹³⁴ fait état de déclassifications importantes (comptant pour 40 % des encours) de la part des fonds Article 9 qui ont opté pour une classification Article 8. Ces déclassifications ont eu lieu avant janvier 2023, date à laquelle différentes obligations de publications standardisées imposées à ces fonds commençaient à s'appliquer. En effet, à partir de cette date, les nouvelles règles de transparence sur la durabilité des approches prises par les gérants de fonds « Article 8 » et « Article 9 » sont entrées en vigueur¹³⁵.

Afin d'examiner si un mouvement de déclassification tel qu'indiqué par Morningstar a bien pris place dans le cas des fonds français, nous allons comparer la classification SFDR pour les fonds faisant partie de l'échantillon Morningstar obtenu en mai 2024 avec leur classification SFDR à fin 2021. Pour ce faire, nous allons prendre en compte la classification SFDR des fonds à fin 2021 telle qu'elle a été présentée dans l'étude Darpeix et Demartini (2023)¹³⁶.

Nos analyses confirment les déclassifications opérées par les fonds Article 9 après fin 2021. Ainsi, à fin 2021, l'échantillon utilisé dans l'étude Darpeix et Demartini (2023) comportait 220 fonds Article 9 pour un actif net total d'environ 63 milliards d'euros. Parmi ces 220 fonds, 162 fonds sont toujours en vie en mai 2024 et disposent d'une classification SFDR indiquée dans Morningstar. Or, 46 % de ces fonds (75 fonds soit 25 milliards d'euros d'actif net à fin 2021) ont changé de classification depuis fin 2021 et sont maintenant des fonds article 8. Ainsi, si nous considérons l'échantillon de Darpeix et Demartini (2023) à fin 2021, environ 40 % des encours des fonds Article 9 ont été rétrogradés dans la classification Article 8¹³⁷, ce qui est conforme avec les résultats de l'étude de Bioy, Wang et Carabia (2023). Cependant, étant donné que nous comparons les classifications SFDR entre fin 2021 et mai 2024, nous ne sommes pas en mesure d'identifier la date exacte à laquelle ces déclassifications ont eu lieu.

Dans un contexte d'intérêt grandissant des investisseurs pour l'investissement durable, le suivi des classifications SFDR (et de leurs éventuelles modifications) doit se poursuivre. En effet, en l'absence de critères minimaux nécessaires pour être identifiés comme étant un fonds Article 8 ou 9, ces classifications ont pu, à tort, être perçues, voire utilisées, comme des labels, ce qui n'est pas leur vocation. L'adoption de critères minimaux (tels que défendus par l'AMF¹³⁸) permettrait de clarifier cette situation et d'éviter les risques de *greenwashing*. De même, elle permettrait de limiter le risque croissant de *green-bleaching*¹³⁹ qui inciterait les acteurs à ne pas afficher les caractéristiques ESG pour leurs produits, afin d'éviter des risques juridiques potentiels.

3.3.6. Marché français : regard sur la gestion sous mandat

La gestion d'actifs réunit d'une part la gestion collective (c'est-à-dire les fonds domiciliés en France, gérés par des sociétés de gestion – SGP – françaises ou étrangères), et d'autre part les mandats de gestion confiés généralement par des institutionnels ou particuliers fortunés aux SGP françaises.

En considérant les statistiques de l'Association française de la gestion financière (AFG), l'encours de ces mandats (y compris les OPC de droit étrangers) a enregistré une hausse d'environ 90 milliards d'euros en 2023, atteignant ainsi 2 351 milliards d'euros fin 2023. Ce montant reste toutefois en dessous du pic historique de 2021 (2 610 milliards d'euros). En 2023, l'encours des mandats s'est approché des 1 500 milliards d'euros, tandis que les OPC de droit étranger gérés en France ont dépassé 880 milliards d'euros¹⁴⁰.

¹³⁴ Bioy, Wang et Carabia (2023). *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q4 2022 in Review*, Morningstar, 26 janvier 2023.

¹³⁵ Par exemple, pour les fonds article 9 sont obligés de déclarer le pourcentage d'investissements durables effectués ayant un objectif environnemental ou social. Voir le [Règlement délégué \(UE\) 2022/1288 de la Commission du 6 avril 2022 complétant le règlement \(UE\) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil](#) pour la définition des normes techniques de réglementation liées aux obligations de publication d'informations, ainsi que [Règlement délégué \(UE\) 2023/363 de la Commission du 31 octobre 2022](#) qui modifie et rectifie les normes techniques de réglementation.

¹³⁶ Voir Darpeix et Demartini (2023). [État des lieux des classifications SFDR sur le marché des fonds français et expositions des portefeuilles aux secteurs fossiles à fin 2021](#), Documents de travail de l'AMF.

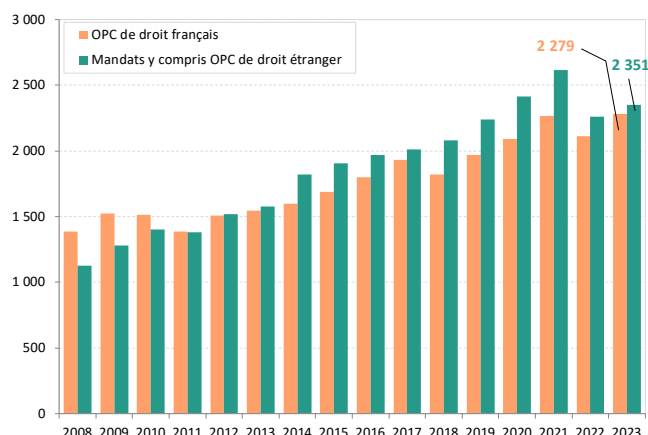
¹³⁷ Nous n'identifions aucun fonds article 9 à fin 2021 qui ait été déclassifié en fonds Article 6 en mai 2024.

¹³⁸ Communiqué de l'AMF (2024) « [L'AMF publie, dans un papier de position, les principes incontournables qui devraient selon elle orienter la révision de SFDR](#) ».

¹³⁹ ESMA (2023). *SMSG advice to ESMA on the ESAs' Call for Evidence on Greenwashing*

¹⁴⁰ Voir AFG (2024). [Panorama du marché de la gestion pour compte de tiers](#).

Graphique 87 : Marché français de la gestion : gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises) (en milliards d'euros)



Source : Association française de la gestion financière (AFG)

3.4. LE POIDS DE L'INTERMÉDIATION DANS LA DISTRIBUTION DES FONDS FRANÇAIS – FOCUS SUR L'ASSURANCE

Les assureurs occupent une place importante dans l'économie et représentent l'un des principaux groupes d'investisseurs institutionnels. En effet, la Banque de France¹⁴¹ indique qu'à fin 2023, les placements financiers des assureurs s'élevaient à environ 2 468 milliards d'euros (soit approximativement 90 % du produit intérieur brut – PIB – français¹⁴²). Comparés aux niveaux enregistrés fin 2022, les placements financiers des assureurs ont crû d'environ 100 milliards d'euros en 2023 grâce principalement à une importante revalorisation des actifs.

Grâce aux données transmises à l'AMF par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), nous pouvons obtenir une estimation de la part que représentent les assureurs au passif des fonds de placement à fin 2023¹⁴³. Le premier tableau décompose le nombre et l'encours total des titres d'OPC détenus par les assureurs français, selon le pays de domiciliation du fonds et la branche d'activité des assureurs.

Tableau 3 : Décomposition des titres d'OPC au portefeuille des assureurs français par code ISIN

Nombre	Non-vie	Vie		Total	Mds €	Non-vie	Vie		Total
		Euro	UC				Euro	UC	
FR	2 140	5 924	20 428	28 492	FR	34	256	275	565
LU	657	1 965	21 309	23 931	LU	7	41	87	134
IE	90	182	3 010	3 282	IE	3	8	6	17
Autres	49	120	1 107	1 276	Autres	1,0	7	5	13
ISIN Invalide	632	1 979	474	3 085	ISIN Invalide	7	59	16	82
Total	3 568	10 170	46 328	60 066	Total	52	370	389	811

Source : Reporting ACPR.

Note de lecture : le tableau de gauche comporte le nombre de fonds détenus par les assureurs selon le pays de domiciliation du fonds et la branche d'activité des assureurs. Un même fonds peut donc apparaître plusieurs fois s'il est détenu par plus d'un assureur. La catégorie « ISIN Invalide » comporte les titres qui disposent d'un ISIN de moins de 12 caractères, ou bien d'un ISIN dont les deux premiers caractères ne représentent pas un code pays selon la [liste](#) présente sur le site institutionnel de l'International Securities Identification Numbers. De plus, cette catégorie comprend aussi tous les titres en portefeuille qui n'ont pas un ISIN en bonne et due forme (en particulier, les sociétés civiles de placement immobilier ou SCPI, mais aussi certains organismes de titrisation, fonds de capital-risque, etc.).

¹⁴¹ Banque de France (2024). [Placements des assurances 2023](#)¹⁴.

¹⁴² Selon les données [Insee](#), le PIB français s'élevait à environ 2 800 milliards d'euros (prix courants).

¹⁴³ Voir la section 3.9 « Focus sur l'assurance : le poids de l'intermédiation dans la distribution des fonds français » de la [Cartographie des marchés et des risques 2023](#) pour une description des investissements des assureurs dans les fonds selon la branche d'activité.

Comme l'année passée, la majorité des fonds détenus par les assureurs le sont dans le cadre de contrats d'assurance-vie en unités de compte (46 328 titres contre à 10 170 titres pour les fonds euros et 3 568 titres pour les contrats non-vie). Les encours d'OPC identifiés au portefeuille des assureurs ont crû de 57 milliards d'euros en 2023 pour atteindre 811 milliards d'euros en fin d'année. Les OPC français représentent une part majoritaire des investissements en OPC des assureurs français. Ainsi, en termes d'encours à fin 2023, les fonds français constituent environ 70 % du portefeuille des assureurs français placé dans les fonds d'investissement (en hausse de 2 points de pourcentage par rapport à 2022).

La majorité (environ 94 %) des investissements des assureurs français en parts de fonds correspond à l'activité d'assurance-vie (contrats en euros et en UC) (tous domiciles confondus). L'encours d'OPC détenu dans le cadre des fonds euros et des contrats en unités de compte est presque équivalent (370 milliards d'euros et 389 milliards d'euros respectivement).

Afin d'obtenir la part que représentent les assureurs au passif des fonds français, nous croisons les ISIN présents dans les données ACPR avec les données de supervision de l'AMF. 7 194 fonds français en portefeuille sont ainsi identifiés, pour un encours cumulé d'environ 532 milliards d'euros à fin 2023¹⁴⁴. Rapporté aux 2 266 milliards d'euros d'actif net des fonds français (selon les données EFAMA), nous concluons qu'environ 24 % du passif des fonds français est détenu par les assureurs français. Cependant, sur 7 194 fonds identifiés à fin 2023, 1 213 fonds (17 % de la population identifiée) présentaient un passif détenu à plus de 95 % par des assureurs français.

Une meilleure connaissance de la structure du passif des fonds permettrait d'analyser le comportement de chaque type de détenteur de part de fonds (dont les assureurs et les banques) pendant les périodes de tensions et d'étudier les interconnexions existantes entre le secteur de la gestion d'actifs et les autres acteurs du système financier notamment. Il serait par exemple intéressant d'examiner si la présence des assureurs (ou d'autres investisseurs institutionnels) au passif des fonds a un effet stabilisateur sur les flux de ces derniers pendant les périodes de crise¹⁴⁵.

3.5. UN ENVIRONNEMENT DIFFICILE POUR LES FONDS IMMOBILIERS EN 2023

3.5.1. Un marché de l'immobilier commercial mis à mal

Le segment de l'immobilier commercial a continué d'évoluer dans un contexte économique difficile en 2023. Les hausses de taux opérées par la Banque centrale européenne jusqu'en septembre 2023, combinées aux difficultés structurelles liées au développement du télétravail ont contribué à une baisse des prix et à une raréfaction des transactions. Ainsi, selon Immostat, l'indice des prix des bureaux en Île-de-France a enregistré une baisse d'environ 17 % entre fin 2022 et fin 2023, avec une baisse additionnelle de 5 % enregistrée au premier trimestre 2024 (Graphique 88). Pourtant, cette baisse des prix n'a pas dynamisé les transactions, qui sont restées proches des niveaux observés pendant la crise des *subprimes* de 2008 – 2009 (Graphique 89). Les professionnels ont adopté une position attentiste avec, d'une part, les propriétaires qui préfèrent reporter leurs projets de vente dans la mesure du possible afin d'éviter une forte décote et, d'autre part, les acquéreurs en attente de dévaluations plus importantes.

¹⁴⁴ La différence entre ce chiffre et les 565 milliards reportés dans le Tableau 3 peut être liée à des erreurs de *reporting*, mais aussi à des changements de domiciliation de fonds n'ayant pas donné lieu à une modification du code ISIN (les deux premières lettres de l'ISIN restent « FR » alors même que le fonds a changé de juridiction de domiciliation).

¹⁴⁵ En effet, le mode de détention semble avoir un effet sur la relation qui existe entre les flux et la performance. En analysant les fonds obligataires français sur une période allant de février 2019 à avril 2021, Capota et Darpeix (2023) montrent que les fonds majoritairement détenus dans le cadre de contrats d'assurance-vie en unités de compte ont une sensibilité des flux aux performances négatives plus grande que les fonds qui sont majoritairement détenus pour le compte propre des assureurs.

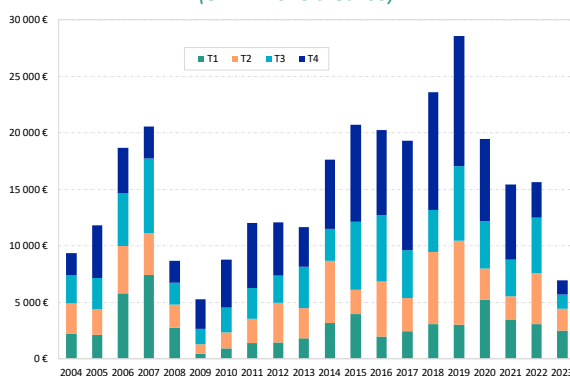
Pour une analyse détaillée voir Capota et Darpeix (2023). [Relation flux performance des fonds obligataires français](#), Documents de travail de l'AMF, novembre 2023.

Graphique 88 : Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m²



Source : Immostat

Graphique 89 : Évolution des volumes d'investissements sur l'immobilier d'entreprise en Île-de-France (en millions d'euros)

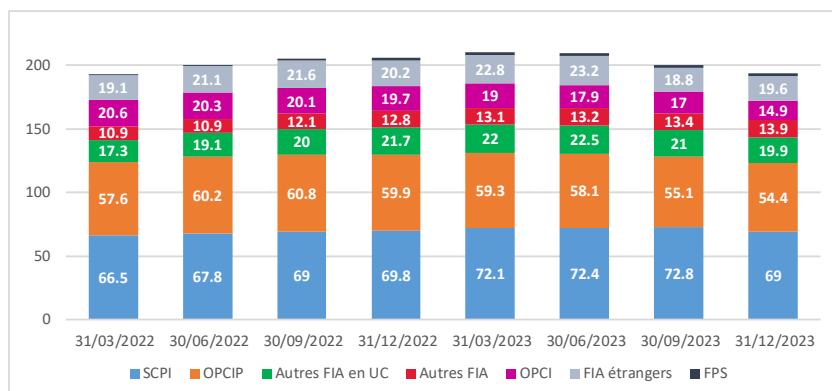


Source : Immostat

3.5.2. Une vigilance renforcée sur les fonds immobiliers

Dans ce contexte de baisse des prix et de raréfaction des transactions, les fonds immobiliers ont connu une baisse de leurs encours en 2023 de plus de 12 milliards soit environ 6 % des 206 milliards d'euros d'encours affichés fin 2022.

Graphique 90 : Encours des principales catégories de fonds immobiliers



Source : reporting AIFMD

Comme indiqué dans le Graphique 90, plusieurs types de fonds immobiliers existent en France. Or, il est important de distinguer les différentes catégories car chaque type de fonds vise différents types d'investisseurs et comporte ses propres caractéristiques. Le caractère ouvert ou fermé de ces fonds est l'un des principaux attributs car il influe directement sur la façon dont la liquidité (i.e. le montant investi dans le fonds) est accessible aux détenteurs de parts. Le vecteur par lequel se fait cet investissement va également impacter leur accès à la liquidité. Il peut se faire en direct (auprès de réseaux de distribution bancaires ou conseiller en gestion de patrimoine) ou via un assureur-vie en unités de comptes (UC).

Tableau 4 : Description des principaux types de supports

Placement	Encours	Agrément	Clientèle	Type
Produits considérés par les acteurs comme des FIA				
SCPI (Société Civile de Placement Immobilier)	69 Mds €	Visa délivré par l'AMF	Particuliers pour l'essentiel Egalement détenus par d'autres fonds : SCI et OPC	Fermés aux rachats mais marché « secondaire » organisé par la SGP
OPCI (Organisme de Placement Collectif Immobilier)	14,9 Mds €	Agréés par l'AMF	Particuliers (essentiellement via l'assurance-vie en unités de compte) Egalement détenus par d'autres fonds : SCI	Ouverts aux rachats
Autre FIA (dont SCI)	13,9 Mds €	Non agréés	Majoritairement professionnelle	Ouverts aux rachats
Autre FIA en UC (dont SCI)	19,9 Mds €	Non agréés	SCI commercialisées via l'assurance-vie en unité de compte exclusivement	Ouverts aux rachats
FPS Immobiliers (Fonds Professionnels Spécialisés)	2,4 Mds €	Non agréés	Professionnels ou assimilés avec un ticket d'entrée de 100 k€ Possibilité de référencement en unités de compte	Tous types
OPCIP (ou OPPCI) (Organisme Professionnel de Placement Collectif Immobilier)	54,4 Mds	Non agréés	Professionnels ou assimilés avec un ticket d'entrée de 100 k€ Impossibilité de référencement en unités de compte	Fermés en pratique : présence d'un mécanisme de plafonnement de rachats (<i>gates</i>) dès qu'ils atteignent 0,1 % de l'actif net

Source : AMF

L'essentiel des encours (près de 104 milliards d'euros) est détenu par des particuliers, dont environ 35 milliards ouverts aux rachats. Ces fonds ouverts aux rachats sont très majoritairement commercialisés via les assurances-vie en UC. Le reste des encours ouverts aux rachats est détenu en direct et implique des montants très faibles. S'il se trouve dans l'impossibilité d'honorer les rachats, le gérant peut restreindre les rachats via l'activation d'outils de gestion de la liquidité. Pour les SCPI (*Sociétés Civiles de Placement Immobilier*) à capital variable qui totalisent la part la plus importante des encours des particuliers, la sortie ne peut d'ordinaire s'opérer que par compensation avec des souscriptions nouvelles. De même, sur le segment des fonds à destination des professionnels, les OPPCI (*Organismes de Placement Collectif Immobilier Professionnel*) sont fermés en pratique en raison de la présence de mécanismes de plafonnement des rachats contraignants (*gates*) dès lors qu'ils représentent 0,1 % de l'actif net.

Selon le type de supports, la collecte a ralenti et les demandes de rachats ont augmenté en 2023.

Dans le détail :

Fonds ouverts aux rachats :

- Les OPC (Organismes de Placement Collectif Immobilier) s'adressent à une clientèle de détail et sont des fonds ouverts, généralement distribués dans des assurances-vie en unités de compte. Selon les données AIFM¹⁴⁶, au cours de l'année 2023, leur encours a diminué d'approximativement 5 milliards d'euros (soit environ 24 % de l'encours total à fin 2022), en grande partie du fait de rachats. Dans un document faisant un état des lieux des évolutions des fonds immobiliers grands publics, l'ASPIM (2024a)¹⁴⁷ indique par exemple que les OPC grand public ont enregistré une décollecte nette de 3 milliards d'euros en 2023¹⁴⁸, alors que le prix des parts était revu à la baisse¹⁴⁹. La mauvaise performance du secteur immobilier s'est

¹⁴⁶ Les fonds immobiliers sont des fonds d'investissement alternatif (FIA) et sont couverts à ce titre par le reporting AIFMD. Dans le cadre de ce reporting, l'AMF reçoit différentes données (données sur les encours, actif net, expositions, etc.) portant sur les fonds gérés par des sociétés de gestion (SGP) françaises. Par conséquent, un fonds domicilié en France mais géré par une SGP étrangère ne sera pas couvert par ce reporting.

¹⁴⁷ Voir le communiqué de presse du 8 février 2024 de l'ASPIM (2024a). [Les fonds immobiliers grand public en 2023](#).

¹⁴⁸ L'activation d'outils de gestion de liquidité par les fonds a permis d'atténuer une partie des rachats.

¹⁴⁹ NB : les OPC sont tenus de procéder à une évaluation de leurs actifs immobiliers tous les trimestres en vertu de l'article 422-165 du règlement général de l'AMF.

en effet répercutée sur les performances des OPCI : selon l'ASPIM (2024a) les OPCI grand public ont reporté une performance globale d'environ -8 % en 2023.

- Les autres FIA sont des fonds immobiliers qui prennent généralement la forme de sociétés civiles immobilières (SCI) dont une partie (environ 20 milliards d'euros à fin 2023 soit 60 % de l'encours des autres FIA) est distribuée en unités de compte dans le cadre des contrats d'assurance-vie. Si la catégorie « autres FIA » a connu une hausse de l'encours entre fin 2022 et fin 2023, les « autres FIA distribués en unités de compte » ont vu leur encours baisser d'environ 2 milliards d'euros au cours de l'année 2023. Comme pour les OPCI, l'ASPIM (2024a) indique que les SCI distribuées en unités de compte ont connu des difficultés avec une décollecte nette d'environ 543 millions d'euros au cours de l'année 2023¹⁵⁰ et une performance globale de -7 %. Cependant, la performance reportée par ces autres FIA est hétérogène : selon l'ASPIM (2024b)¹⁵¹, certaines SCI (représentant plus de la moitié de la population en termes d'actif net) ont déclaré une performance inférieure à -11 % en 2023.

Fonds fermés (en pratique) aux rachats :

- Certaines SCPI (*Sociétés Civiles de Placement Immobilier*) ont aussi connu une année 2023 difficile. Ces fonds peuvent être soit fermés (à capital fixe) soit ouverts (à capital variable). La majorité des SCPI sont à capital variable. En effet, ces SCPI représentent environ 90 % des encours des SCPI. Cependant, même s'il est possible pour un investisseur de sortir d'une SCPI à capital variable, les rachats se font sous des conditions strictes et généralement via un marché primaire¹⁵² suivant un mécanisme de compensation selon lequel un ordre de retrait est apparié à un ordre de souscription. Selon l'ASPIM (2024a), au cours de l'année 2023, le prix de part moyen pondéré par la capitalisation a baissé de 5 %, tandis que les collectes nettes se sont tassées et se sont établies à environ 6 milliards d'euros, contre 10 milliards en 2022. Si certaines SCPI ont enregistré des collectes nettes positives parfois substantielles sur l'année 2023, d'autres, le plus souvent détenues par des clients institutionnels, ont dû faire face à d'importantes demandes de rachats au dernier trimestre 2023 : selon l'ASPIM (2024b), en 2023, 2 milliards d'euros de parts se sont échangées sur le marché primaire (contre environ 1,4 milliard en 2022). Fin 2023, les parts en attente de cession représentaient encore 2 milliards d'euros soit environ 2 % de la capitalisation du marché (contre 1 milliard d'euros, soit 1 % trois mois plus tôt¹⁵³). Ceci indique donc à la fois une position attentiste des investisseurs qui limitent leurs souscriptions dans des SCPI mais aussi des demandes de retrait en hausse.
- Les OPCIP (*Organismes de Placement Collectif Immobilier Professionnel*) sont des fonds immobiliers qui visent une clientèle professionnelle. Bien que réglementairement catégorisés comme étant des fonds ouverts, en pratique les rachats y sont très limités par la présence de *gates* fixées à des niveaux très bas (par exemple à 0,1 % de l'actif net). Au cours de l'année 2023, leurs encours cumulés ont connu une baisse d'environ 6 milliards d'euros (soit 9 % des encours fin 2022) qui a été imputable à un effet de dévalorisation exclusivement (les rachats étant de fait très limités).

¹⁵⁰ Cette décollecte aurait pu être supérieure au montant réellement enregistré sans activation d'outils de gestion de liquidité.

¹⁵¹ Voir l'article de l'ASPIM (2024b). [Les fonds immobiliers grand public – 4^{ème} trimestre 2023](#).

¹⁵² Voir la section 3.4 « Risque de levier : le cas des fonds immobiliers » de la [cartographie des marchés et des risques 2023](#) pour une description détaillée du fonctionnement des SCPI.

¹⁵³ Voir l'article de l'ASPIM (2024c). [Les fonds immobiliers grand public – 3^{ème} trimestre 2023](#).

3.5.3. Description des principaux risques :

Comme nous avons pu le voir dans la section précédente, les fonds immobiliers français ont globalement affiché des baisses de performance et des décollectes au cours de l'année 2023. Ces constats rappellent les risques auxquels ces fonds doivent faire face et les risques potentiels qu'ils font peser sur la stabilité du secteur immobilier.

En effet, une baisse des prix des fonds immobiliers pourrait inciter les investisseurs à demander le rachat de leurs parts détenues dans des fonds ouverts. Afin de faire face à ces rachats, les gérants pourraient procéder à des cessions forcées d'actifs immobiliers qui engendreraient à leur tour des baisses des prix selon un mécanisme auto-entretenu. La raréfaction des transactions traduit la position attentiste des gérants qui préfèrent reporter les ventes plutôt qu'enregistrer des pertes¹⁵⁴. Pour les fonds immobiliers qui investissent dans d'autres fonds immobiliers (par exemple les SCI peuvent détenir des parts d'OPCI ou de SCPI), une autre façon de répondre aux retraits de leurs investisseurs serait de demander le rachat de parts détenues dans ces fonds immobiliers. Bien que cette stratégie ait le mérite de ne pas contribuer au stress sur le marché immobilier en procédant à la vente d'actifs immobiliers à décote dans un contexte de marché baissier, elle transmet en réalité les tensions d'un fonds vers d'autres.

Cependant, une baisse des prix pourrait ne pas se traduire par une augmentation des rachats. En effet, la décision de garder ou vendre ses parts dépend de l'objectif de détention du porteur. Lorsque le motif de détention est la mise en location, les détenteurs des parts d'une SCPI perçoivent dans la grande majorité des cas des dividendes dont le montant dépend des loyers perçus par le fonds (SCPI de rendement). Or, les taux de distribution des SCPI n'ont pas baissé en 2023.

En termes de risque potentiel, nous pouvons aussi préciser que dans un contexte plus général de réajustement des prix, les fonds immobiliers pourraient également voir les demandes de rachat augmenter en anticipation d'une future baisse des prix. Contrairement aux fonds classiques (fonds actions ou obligataires par exemple) qui bénéficient généralement d'une valorisation quotidienne, les fonds immobiliers présentent des fréquences de valorisation plus espacées, lesquelles varient en fonction de la typologie des fonds (annuelle a minima pour les SCPI, trimestrielle pour les OPCI par exemple). Des investisseurs informés pourraient ainsi tirer profit de cette situation en demandant le rachat des parts plus tôt, au détriment des investisseurs restant dans le fonds. Par exemple, dans le cadre des SCPI à capital variable, l'existence d'un carnet d'ordres permet de gérer les souscriptions et les rachats des parts par ordre chronologique d'arrivée. Ainsi, un investisseur peut sortir à tout moment tant que son retrait est compensé par une souscription (si les demandes de souscription n'existent pas, alors les parts deviennent des parts en attente de cession). Les retraits et les souscriptions se font au prix de la part qui est fixée par la société de gestion dans un corridor de $\pm 10\%$ de la valeur de reconstitution. La valeur de reconstitution doit être calculée au moins une fois par an et elle correspond à la valeur d'expertise du patrimoine de la SCPI à laquelle s'ajoutent les frais de reconstitution du patrimoine. Une valeur de reconstitution d'un patrimoine, exposé à des secteurs en cours de dévaluation, donc non mise à jour, engendrerait un prix de souscription (et donc des rachats) surévalué par rapport à la réalité. Les investisseurs informés d'une potentielle future baisse de la valeur de reconstitution pourraient demander un retrait immédiat, ce qui pourrait saturer le carnet d'ordres.

Afin de permettre un traitement équitable des investisseurs et de limiter le risque de mauvaise commercialisation dans un contexte où la baisse des prix n'était pas encore reflétée dans la valorisation des fonds, l'AMF a demandé le 7 juillet 2023 aux gestionnaires de SCPI de recalculer les valeurs de reconstitutions à mi-année et de réévaluer le prix des parts le cas échéant. De même, les OPCI ont dû mettre à jour la valorisation des biens immobiliers sans délai.

À la suite de cette campagne de réévaluation, les plus grandes SCPI ont baissé la valeur de reconstitution, le niveau de cette baisse étant hétérogène en fonction du secteur dans lequel la SCPI opère. Par exemple, les SCPI qui ont majoritairement investi dans l'immobilier de bureau ont connu les ajustements les plus notables (d'environ 6,5 %

¹⁵⁴ Un nombre limité de fonds (et pour un montant total faible) ont suspendu leurs rachats ou activé leurs *gates*. Au 2 avril 2024, 5 autres FIA avaient suspendu leurs rachats, tandis que 8 OPCI, 1 OPPCI et 1 FPS avaient mis en place des plafonnements de rachat (*gates*).

comparé au secteur du commerce et de la logistique lesquels enregistrent une baisse d'approximativement 2,5 %). Cependant, une baisse de la valeur de reconstitution n'induit pas nécessairement une révision du prix de la part : en effet, le prix de la part peut, malgré l'ajustement, toujours se situer dans l'intervalle de $\pm 10\%$ de la nouvelle valeur de reconstitution et donc rester inchangé. En pratique l'AMF a constaté que seul un nombre limité des SCPI qui avait baissé la valeur de reconstitution a aussi dévalué le prix de souscription de leurs parts¹⁵⁵.

Dans ce contexte de réévaluation des biens immobiliers, la question de la justesse de la nouvelle évaluation est cruciale. En effet, les sociétés de gestion font appel à des experts pour évaluer leur patrimoine immobilier et les méthodes de valorisation utilisent une sélection des transactions jugées récentes portant sur des biens comparables. Cependant, la sélection des biens comparables a un caractère subjectif et l'actualisation des valeurs est rendue complexe par la raréfaction actuelle des transactions.

Compte tenu de l'illiquidité et de la forte incertitude des évaluations des biens immobiliers, il est donc important de mieux aligner les profils de liquidité entre l'actif et le passif des fonds. L'adoption plus générale par les fonds des outils de gestion de liquidité (*liquidity management tools* ou LMT) peut aussi contribuer à réduire les asymétries de liquidité. La révision de la directive AIFM en 2024 représente un réel progrès car elle prévoit i) que des suspensions de rachat et l'activation des *side pockets* soient possibles pour tous les gérants européens en situation exceptionnelle afin de préserver l'intérêt des investisseurs sans que ces outils apparaissent dans les règles de fonctionnement du fonds (c'était déjà le cas en France) et ii) l'adoption obligatoire d'au moins deux LMT parmi une liste (composée de *gates*, l'extension du préavis de rachat, frais de liquidité, *swing pricing*, *dual pricing*, droits ajustables et rachats en nature) après avoir pris en compte leur stratégie d'investissement.

Indépendamment des mesures mises en place visant à réduire le risque de liquidité, le suivi renforcé des fonds immobiliers doit se poursuivre dans un contexte de raréfaction de transactions immobilières et de valorisations incertaines. En ce sens, l'AMF maintient en 2024 le suivi détaillé de la liquidité et de la valorisation grâce aux *reportings* sur-mesure réguliers mis en place en 2023.

3.6. ADOPTION DES OUTILS DE GESTION DE LA LIQUIDITÉ PAR LES FONDS FRANÇAIS

Les outils de gestion de la liquidité (ou *liquidity management tools*, LMT) sont des dispositifs réglementaires ou contractuels qui permettent aux gérants de fonds d'investissement de réduire le risque de liquidité et de préserver l'équité de traitement entre les porteurs de parts.

L'AMF et la Banque de France ont développé un outil informatique permettant la lecture automatisée des prospectus des fonds en vue de détecter la présence d'outils de gestion de la liquidité. Un premier état des lieux de l'adoption des LMT à la date du 31/12/2019 a été présenté dans une publication conjointe en juillet 2020¹⁵⁶. En novembre 2021, une nouvelle étude collaborative fournissait une vision dynamique de l'introduction de ces outils dans la documentation réglementaire des fonds, entre le 31 décembre 2017 et le 30 juin 2021¹⁵⁷. Malgré une certaine progression du déploiement, le taux d'équipement des fonds français restait encore très faible.

Le 8 février 2022, l'AMF a lancé une consultation publique relative au renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité¹⁵⁸. À l'issue de cette consultation, l'Autorité a procédé à trois actualisations successives de sa doctrine, avec pour objectif de faciliter l'adoption rapide des LMT.

¹⁵⁵ Suite à la campagne de réévaluation de mi-année, 25 SCPI ont dévalué leur prix de part.

¹⁵⁶ Darpeix, Pierre-Emmanuel, Caroline Le Moign, Nicolas Mème, et Marko Novakovic (2020). [Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français](#). Documents de travail de l'AMF, juillet 2020

¹⁵⁷ Darpeix, Pierre-Emmanuel, Nicolas Mème, Natacha Mosson et Marko Novakovic (2021). [Présentation et recensement des outils de gestion de la liquidité des fonds français : vision dynamique depuis 2017 et actualisation à mi-2021](#). Documents de travail de l'AMF, novembre 2021

¹⁵⁸ AMF (2022). [Consultation publique sur le renforcement des exigences concernant les outils de gestion de la liquidité](#).

1) La révision du 6 octobre 2022¹⁵⁹ apporte les modifications suivantes :

- une période transitoire courant jusqu'au 31/12/2023 a été instaurée pour permettre l'adoption de *gates* sans nécessiter une information particulière aux porteurs assortie de la possibilité de sortie sans frais : une information par tout moyen (par exemple une mention sur le site internet) suffit ;
- les conditions d'introduction des droits d'entrée/sortie ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levies*, ADL) sont alignées sur celles du *swing pricing* (information par tout moyen plutôt qu'information particulière assortie de la possibilité de sortie sans frais).

2) L'actualisation du 24 novembre 2022¹⁶⁰ prévoit que :

- les fonds qui ne mettront pas en place de *gates* avant le 31/12/2023 devront déclarer à l'AMF les raisons de cette décision, fournir à l'AMF une attestation de reconnaissance des risques encourus par l'OPC et ses investisseurs, informer les porteurs via une communication par tout moyen et insérer un avertissement-type dans le prospectus¹⁶¹ ;
- les fonds qui ne mettront pas en place d'outils anti-dilutifs avant le 31/12/2023 devront déclarer les raisons motivant cette décision, fournir à l'AMF une attestation de reconnaissance des risques encourus par l'OPC et ses investisseurs, et vérifier régulièrement au moyen de stress-tests la validité de l'analyse ayant conduit à leur non-introduction.

3) La mise à jour du 12 juin 2023¹⁶² dispose que :

- la période transitoire permettant l'introduction simplifiée des *gates* (information par tout moyen) est étendue au 31/12/2024 pour les fonds d'épargne salariale ;
- l'obligation de faire figurer l'avertissement-type dans le prospectus en cas de non-introduction des *gates* s'applique à compter du 31/12/2024 pour les fonds d'épargne salariale existants (mais dès le 1^{er} janvier 2024 pour les nouveaux FCPE).

Au niveau européen, la revue des directives AIFM et OPCVM¹⁶³ publiée au Journal officiel de l'Union européenne en mars 2024 rend obligatoire la mise en place d'au moins deux outils de gestion de liquidité pour tous les OPCVM ainsi que pour tous les FIA ouverts. Par dérogation, un seul LMT est requis pour les fonds monétaires¹⁶⁴. Ces directives doivent être transposées en droit national au plus tard le 16 avril 2026.

Une collecte de données ad-hoc de l'AMF auprès des sociétés de gestion a permis de conclure à une nette augmentation du taux d'équipement des fonds ouverts fin 2023.

¹⁵⁹ AMF (2022a). [L'AMF actualise sa doctrine afin de faciliter l'introduction d'outils de gestion de liquidité](#). 6 octobre 2022.

¹⁶⁰ AMF (2022b). [L'AMF complète sa doctrine concernant les outils de gestion de la liquidité](#). 24 novembre 2022

¹⁶¹ Cf. plan-type du prospectus, par exemple pour les OPCVM ([Annexe XI de l'instruction AMF DOC-2011-19](#)) : « En cas de circonstances exceptionnelles, l'absence de mécanisme de plafonnement des rachats pourra avoir pour conséquence l'incapacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachats et ainsi augmenter le risque de suspension complète des souscriptions et des rachats sur cet OPCVM. ».

¹⁶² AMF (2023). [Fonds d'épargne salariale : l'AMF modifie sa doctrine concernant l'introduction simplifiée d'outils de gestion de la liquidité](#). 12 juin 2023.

¹⁶³ [Directive \(UE\) 2024/927](#) du Parlement européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs.

¹⁶⁴ Les outils de gestion de la liquidité doivent être choisis parmi les options suivantes : plafonnement des remboursements (*gates*), prolongation des délais de préavis, frais de remboursement, ajustement de la valeur liquidative (*swing pricing*), régime du double prix (*dual pricing*), droits d'entrée/sortie ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levies*), remboursement en nature.

Encadré 11 : Travaux internationaux sur les fonds

En réponse aux vulnérabilités du secteur financier mises en lumière depuis la crise sanitaire, les instances internationales ont constitué plusieurs groupes de travail afin d'identifier et d'analyser les axes de renforcement de la résilience, mais aussi de développer des recommandations à l'intention des juridictions et de leurs superviseurs.

Le premier axe de travail concernait les fonds monétaires (cf. Encadré 9) : dès novembre 2020, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV/IOSCO) publiait un diagnostic de la crise de mars¹⁶⁵ et une revue thématique sur la consistance de la mise en œuvre des réformes qui avaient ciblé les fonds monétaires après la crise des *subprimes*¹⁶⁶. En coordination avec l'OICV, le Conseil de stabilité financière (CSF/FSB) a par la suite développé des propositions de principes pour améliorer la résilience des fonds monétaires¹⁶⁷, et récemment publié une revue thématique des réformes (*peer review*)¹⁶⁸.

Un deuxième pan des travaux visait les fonds ouverts (ou *open-ended funds*, c'est-à-dire les fonds qui autorisent des souscriptions et des rachats tout au long de leur durée de vie¹⁶⁹, et qui peuvent être confrontés à un risque de liquidité). Ces travaux ont abouti à la publication en décembre 2023 d'un rapport du FSB détaillant une revue de ses recommandations de 2017 pour pallier les vulnérabilités structurelles induites par les différentiels de liquidité entre actif et passif dans les fonds ouverts¹⁷⁰. En particulier, le FSB invite à la systématisation de l'introduction et de la mise en œuvre des outils anti-dilutifs (comme par exemple le *swing pricing* ou les droits d'entrée/sortie ajustables acquis aux fonds) pour limiter les risques macroprudentiels. Ces outils, dont le principe est de faire supporter aux investisseurs entrants ou sortant d'un fonds le coût de l'ajustement de portefeuille induit par leur mouvement, ont pour objectif principal d'assurer l'égalité de traitement entre les porteurs de parts. Cependant, en limitant l'avantage au premier sortant, ils peuvent aussi contribuer à la stabilité financière. En coordination avec le rapport du FSB, l'OICV publiait des orientations sur l'usage de ces outils anti-dilutifs¹⁷¹. L'OICV continue par ailleurs à travailler à la mise à jour de ses recommandations de 2018 sur la gestion du risque de liquidité ainsi qu'aux orientations sur les autres outils de gestion de la liquidité (*quantity-based tools*, comme le plafonnement des rachats par exemple) ou sur l'usage des stress-tests.

Le troisième volet est actuellement en cours de réalisation. Des groupes de travail du FSB et de l'OICV réfléchissent aux moyens d'améliorer le suivi du levier des acteurs financiers non-bancaires (en particulier les fonds d'investissement, les assurances et les fonds de pension), ainsi qu'aux outils dont les autorités devraient pouvoir disposer pour prévenir l'accumulation d'un excès de levier ex-ante et gérer les crises ex-post.

Au niveau européen, la Commission a lancé le 22 mai 2024 une consultation ciblée sur les politiques macroprudentielles pour les intermédiaires financiers non-bancaires dont les réponses sont attendues avant le 22 novembre¹⁷². Les autorités de marché espagnole (CNMV), autrichienne (FMA), italienne (Consob) et française (AMF) ont publié, le 15 avril 2024, un papier de position commun concernant le cadre macroprudentiel des fonds d'investissement, dans lequel elles soutiennent le recours accru aux outils de gestion de la liquidité pour les fonds ouverts, la suppression de la comptabilité au coût amorti pour les fonds monétaires, l'introduction d'une approche de supervision consolidée pour les gérants d'actifs multinationaux, et l'établissement d'une plateforme intégrée de données pour les banques centrales et les superviseurs de marchés afin de réaliser des tests de résilience (stress-tests), tant sur le secteur financier dans son ensemble que sur des entités spécifiques¹⁷³.

¹⁶⁵ OICV-IOSCO (2020). [Money Market Funds during the March-April Episode – Thematic Note](#). OR03/2020, Nov. 2020.

¹⁶⁶ OICV-IOSCO (2020). [Thematic Review on consistency in implementation of Money Market Funds reforms – Final Report](#). FR11/20, Nov. 2020.

¹⁶⁷ FSB (2021). [Policy Proposals to Enhance Money Market Fund Resilience – Final report](#). 11 octobre 2021.

¹⁶⁸ FSB (2024). [Thematic Review on Money Market Fund Reforms – Peer review report](#). 27 février 2024.

¹⁶⁹ Par opposition aux fonds fermés, généralement caractérisés par une période délimitée de collecte, une phase d'investissement dont la durée est définie contractuellement, et à l'issue de laquelle les investisseurs reçoivent leur quote-part de la valeur du fonds.

¹⁷⁰ FSB (2023). [Revised Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Liquidity Mismatch in Open-Ended Funds](#). 20 décembre 2023.

¹⁷¹ OICV-IOSCO (2023). [Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes Final Report](#). FR/15/2023, Dec. 2023.

¹⁷² Commission européenne (2024). [Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation \(NBFII\)](#). 22 mai 2024.

¹⁷³ AMF, Consob, CNMV, FMA (2024). [A macro-prudential approach to asset management](#). 15 avril 2024.

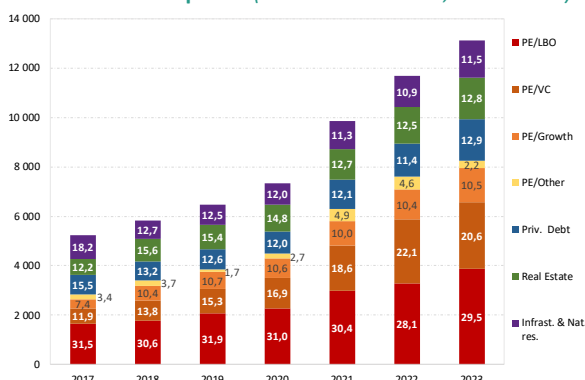
3.7. FINANCE PRIVÉE AU NIVEAU MONDIAL : PERSISTANCE DES RISQUES, ESSOR DES FONDS DE DETTE

3.7.1. En dépit des aléas conjoncturels, l'encours des fonds de finance privée croît encore en 2023

□ Une hausse des encours tirée par les fonds de LBO (et *Growth*), de dette et d'infrastructures

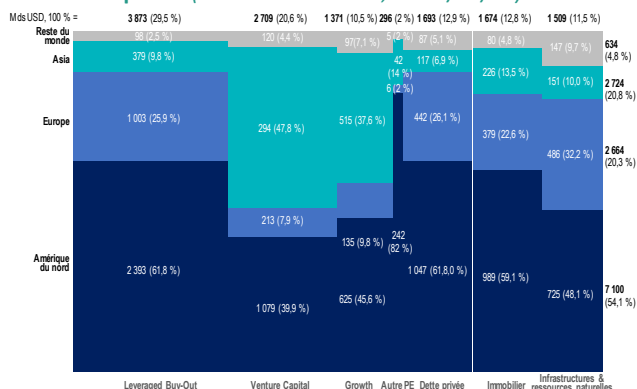
En dépit des aléas liés à la hausse des taux d'intérêt et aux incertitudes sur les perspectives économiques, la croissance globale des encours gérés par les fonds de finance privée s'est prolongée en 2023, soutenue par la résilience de la demande institutionnelle. Les encours¹⁷⁴ mondiaux des fonds de finance privée – c'est-à-dire d'actions, dettes, immobilier et infrastructures non cotés – ont crû de +12,3 % en rythme annuel pour atteindre un pic historique de 13 100 milliards de dollars à mi-2023, contre 11 700 à mi-2022 (5 800 milliards de dollars à mi-2018 – Graphique 92). Le poids de la finance privée dans la gestion d'actifs continue donc de croître au niveau mondial, si l'on compare cette croissance annuelle à celle des encours gérés à mi-2023 par les *hedge funds* (+5,5 % à 5 100 milliards de dollars) et par les OPCVM¹⁷⁵ (+8,7 % à 65 100 milliards de dollars), malgré la croissance de 12,1 % des OPCVM actions, et du fait de la faible croissance de la détention d'OPCVM par les institutionnels (+6,2 %)¹⁷⁶.

Graphique 91 : Évolution des encours mondiaux des fonds de finance privée (milliards de dollars, à mi-année)



Source : McKinsey sur la base de données de Preqin, AMF.

Graphique 92 : Encours mondiaux des fonds de finance privée (milliards de dollars, au 30/06/23)



Source : McKinsey (2024) sur la base de données de Preqin, AMF.

Cette hausse des encours mondiaux (en dollars) a été tirée par certains segments du *private equity* notamment celui des *Leverage Buy-Outs* (LBO, +17,8 % dans le monde, +18,1 % en Europe), qui concentre près de 30 % des encours de la finance privée, et accessoirement celui des fonds *Growth* (+12,6 %, +26,5 % en Europe mais -1,9 % en Asie), dont l'encours représente environ la moitié de celui du *venture capital* (Graphique 92). Moindre, la croissance globale des encours du *venture capital* a été de +4,9 % (+6,0 % en Europe). Il reste toutefois, avec 20,6 % des encours (22,1 % en 2022), de loin la seconde stratégie la plus importante de la finance privée. Plus encore, la hausse des encours a été tirée par celle des fonds de dette privée (+27,0 %, +22,1 % en Europe) et d'infrastructures (+18,5 % et +23,4 %).

□ Indicateurs d'activité : la demande institutionnelle soutient les levées de capital, mais l'investissement, et plus encore les sorties en capital des fonds, ont fortement baissé

L'évolution des encours traduit, grâce à une demande institutionnelle persistante (Graphique 94), un dynamisme renouvelé des levées de fonds, qui restent proches du pic de 2021 (Graphique 93). Pour autant, les montants investis, quoiqu'élevés par rapport aux niveaux antérieurs à 2021, sont en retrait de 60 % sur 2 ans en 2023 (Bain, 2024). Une hausse significative des montants levés non investis (*dry powder*) s'ensuit donc, à 1 200 milliards de

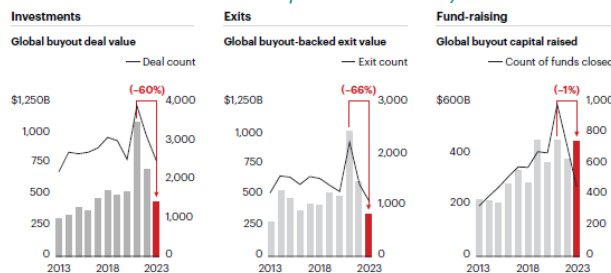
¹⁷⁴ Source : McKinsey (2024). Bain (2024) estime, aussi sur la base de données de Preqin, cet encours mondial à 14,5 trillions de dollars.

¹⁷⁵ Pour les fins de cette section : Organismes de placement collectif en valeurs mobilières compris comme *Collective investment schemes* en anglais à savoir fonds d'investissement ouverts gérés pour compte de tiers, collectant des fonds par cession de parts auprès du public afin d'acquérir des actifs financiers (inclut les *mutual funds* aux U.S.).

¹⁷⁶ Sources : respectivement Barclay Hedge et IIFA.

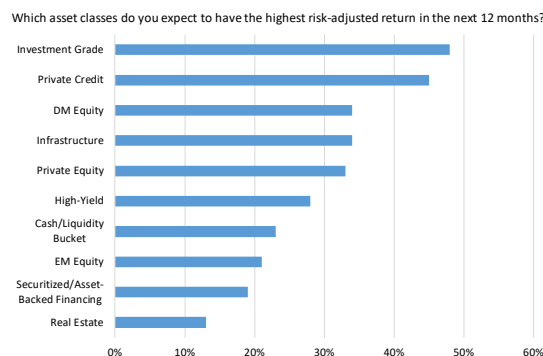
dollars pour le seul LBO à l'échelle mondiale, 3 900 milliards de dollars pour l'ensemble des fonds de finance privée (Bain, 2024). Pour leur part, les sorties en capital (cessions) des fonds de LBO (Graphique 93) se sont drastiquement raréfiées (-66 % sur 2 ans), et se situent au plus bas depuis 2013. Cette réduction des sorties en capital traduit un prolongement des difficultés rencontrées pour liquider les actifs des fonds en fin de vie (Encadré 12). Il en résulte un vieillissement des sociétés détenues par le LBO : la durée de détention médiane des sociétés cédées est de 6,1 ans vs. 3,0 ans en 2000 (Graphique 100).

Graphique 93 : LBO : investissement, désinvestissement et levées de capital dans le monde (milliards de dollars éch. g., nombre d'opérations éch. d.)



Notes : Investissements : sur la base de la date d'annonce des opérations. Exclut les fonds secondaires, les transactions de prêt-acquisition et les acquisitions d'actifs en faillite. Comprend les transactions annoncées, en attente ou en cours, les données pouvant être ajustées ultérieurement. Sorties : inclut les sorties partielles mais exclut les faillites. IPO : montant de l'offre, non la valeur de marché de l'entreprise. Levée de fonds : regroupées sur l'année de clôture initiale du fonds. Le nombre de levées comprend les fonds dont les données de clôture initiale sont indisponibles. Buyout : comprend aussi les fonds mixtes et de co-investissement (single et multimanager). Exclut le SoftBank Vision Fund. Source : Dealogic, Preqin, calculs Bain. Bain (2024).

Graphique 94 : Les fonds de finance privée restent attractifs pour les investisseurs institutionnels

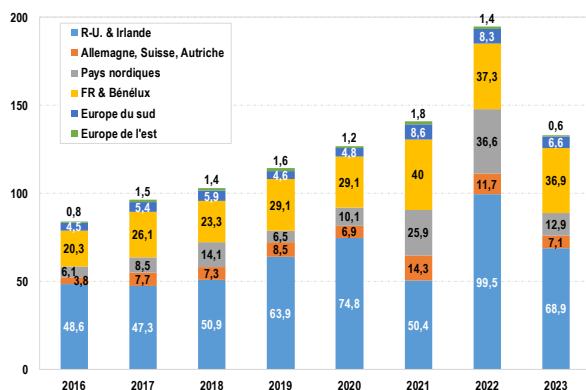


Source : GSAM (2024) European Pension Fund Survey.

Private equity : les indicateurs d'activité en Europe reflètent l'évolution globale

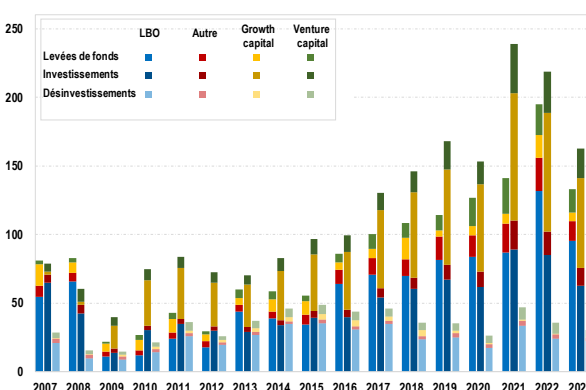
Les indicateurs d'activité de l'association professionnelle européenne Invest Europe (Graphique 96) indiquent un fléchissement prononcé de l'activité en 2023 à travers toutes les phases du cycle d'investissement des fonds : les levées de fonds de 133,1 milliards se sont inscrites en retrait annuel de 31,6 % ; les investissements des fonds en baisse 25,7 % à 162,4 milliards d'euros, les sorties en capital des fonds se sont réduites de 14,8 % à 30,6 milliards d'euros – le plus bas niveau depuis 2012 à l'exception de l'année 2020. Certes les levées de fonds et montants investis demeurent à des niveaux (133,1 et 162,14 milliards d'euros) supérieurs à ceux, élevés, qu'ils avaient atteints en 2020. Cependant, l'évolution affecte toutes les stratégies, et plus particulièrement les levées de fonds de *venture capital* (-42,0 %) et les investissements des fonds *Growth* (-30,4 %), traduisant une sensibilité prononcée de ces stratégies au cycle conjoncturel.

Graphique 95 : Levées de capital par zone géographique en Europe (milliards d'euros)



Source : Invest Europe, AMF.

Graphique 96 : Levées de fonds et désinvestissement des fonds de *private equity* européens (milliards d'euros)



Source : Invest Europe, AMF.

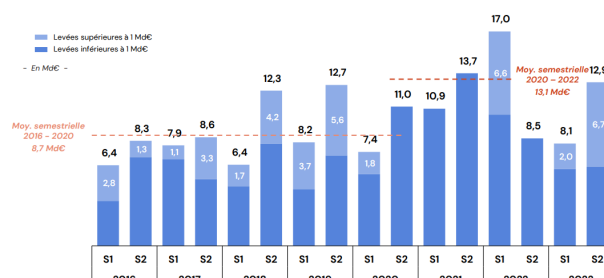
En France, l'encours des fonds supervisés spécifiquement au titre du capital investissement¹⁷⁷ a peu crû en 2023 (+2,2 %, Tableau 5). Concernant les fonds professionnels, l'encours des FPCI (82,1 % du total sous revue) est presque stable (-1,3 %) mais celui des FPS en forte hausse (+33,4 %). Parmi les fonds visant les particuliers, les FCPR concentrent la croissance des encours (+33,5 %), les FCPI et FIP n'étant plus activement promus. L'activité du *private equity* français mesurée par les professionnels atteste d'une réduction des levées de fonds de 17,6 % (de 25,5 à 21,0 milliards d'euros en 2023, Graphique 97), des investissements de 14,6 % (de 24,7 à 21,1 milliards d'euros) – les fonds levés à investir (*dry powder*) devraient donc être assez stables¹⁷⁸ – et des cessions d'actifs, de 21,1 % (de 9,5 à 7,5 milliards d'euros, prolongeant la baisse de 16,7 % en 2022).

Tableau 5 : Encours des fonds de capital investissement français* (millions d'euros)

	2022**	2023	Structure (%)	23/22 (%)
Fonds Professionnels :				
- de Capital Investissement (FPCI)	96 289	95 082	82,1	-1,3
- Spécialisés (FPS)	6 959	9 286	8,0	+33,4
Fonds Communs de Placement :				
- à Risque(FCPR)	5 465	7 295	6,3	+33,5
- en Capital Risque(FCPI)	2 597	2 487	2,1	-4,2
Fonds d'Invest. de Proximité (FIP)	2 002	1 675	1,4	-16,3
Total	113 312	115 825	100,0	2,2

Source : AMF. * Hors sociétés de libre partenariat (SLP).
** Chiffres révisés.

Graphique 97 : Levées de fonds du capital investissement français (milliards d'euros)



Source : France Invest.

□ LBO : le prix des actifs résiste à la hausse des taux ; la liquidité, quoique faible, croît

Les multiples de valorisation des cibles d'acquisition du LBO (10,8x aux États-Unis, 10,1x en Europe)¹⁷⁹ (Graphique 98) s'inscrivent légèrement en retrait des pics de ces dernières années¹⁸⁰. Accumulation et vieillissement de la *dry powder* devraient donc continuer à soutenir les prix d'acquisition des sociétés cibles. Par ailleurs, la sélectivité des cessions d'actifs des fonds a contribué à maintenir les performances affichées à un niveau supérieur à celui des marchés boursiers (surtout en Europe) – l'écart étant moindre pour le *venture capital* que pour le LBO (Graphique 99).

Quoique la liquidité qu'ils apportent reste limitée, les fonds secondaires ont connu un rebond marqué (+92 % en 2023) de la collecte, atténuant à la marge les difficultés de sortie en capital. Les actifs en attente de cession par les fonds, et la croissance de la demande de liquidité associée notamment au développement de la clientèle de particuliers, pourraient prolonger cette tendance¹⁸¹. À défaut de cessions en bourse, cet essor du marché secondaire renouvelle le besoin de justes valorisations des actifs¹⁸².

¹⁷⁷ Hors Sociétés de Libre Partenariat (SLP) dont les activités de capital investissement ne sont pas systématiquement identifiables, mais représentent plusieurs dizaines de milliards d'euros.

¹⁷⁸ N.B. : ces chiffres diffèrent fortement de ceux de PitchBook pour la France, qui évalue à 73,9 milliards d'euros les investissements en 2022 et 52,9 en 2023, soit respectivement 1 152 et 885 opérations (vs. 2 681 et 2 571 selon France Invest). À défaut de publication précise des méthodologies, le nombre d'opérations de France Invest semble indiquer une meilleure couverture du capital risque, les investissements plus élevés de PitchBook, une meilleure prise en compte du LBO et/ou des différences dans la domiciliation des activités sous revue.

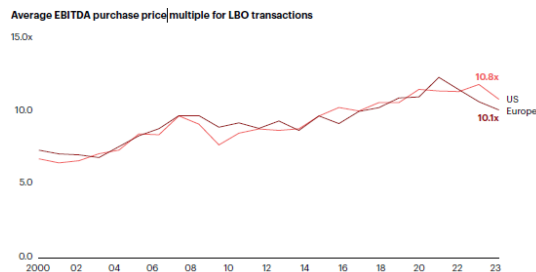
¹⁷⁹ Multiple de valorisation : ratio de la valeur de l'entreprise à son bénéfice avant intérêts, impôts, amortissements et provisions sur immobilisation (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* ou EV/EBITDA).

¹⁸⁰ Selon McKinsey (2024a, 2024b), le ratio EV/EBITDA des LBO a décliné de 11,9x à 11,0x de janvier à septembre 2023. Selon cette source, près de 2/3 du rendement des LBO de 2010 à 2021 étant attribué à la hausse du marché et à l'effet de levier, même une baisse des taux de 200pb sous 2 ans les situerait plus haut que lors de la souscription des LBO des 4 dernières années, et la hausse des taux d'intérêt (flottants) de la dette des sociétés cibles et leur recapitalisation pourraient créer problème. Aussi, les actifs les plus récents risquent-ils d'être confrontés à des "asymétries de valorisation" en sortie, ou à des détentions prolongées jusqu'à ce que leur valeur puisse être réalisée. De plus, la valeur des actifs est restée élevée par rapport aux équivalents en bourse du fait du décalage de la valorisation de ces actifs en valeur de marché. Le consultant en déduit un besoin accru de "création de valeur" et d'efficacité opérationnelle des entreprises cibles.

¹⁸¹ Cf. Bain (2024).

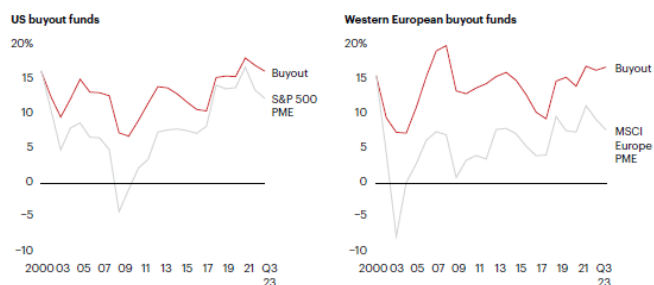
¹⁸² Le comité sur la gestion d'actifs d'IOSCO (C5) initie des travaux sur la valorisation des actifs des fonds avec un focus spécifique sur les actifs des fonds de finance privée. Cf. IOSCO (2024) [March 2025 Workplan](#), March.

Graphique 98 : LBO : multiples d'acquisition
(EV/EBITDA en %)



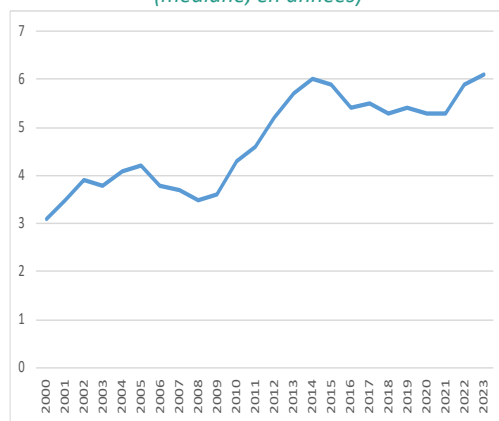
Source : LCD, Bain (2024).

Graphique 99 : LBO : TRI à 10 ans (%)



Notes: Taux de rendement interne (source ICM), calculé à partir d'équivalents du marché public (PME) par la méthode Long-Nickels. Elle permet des comparaisons pertinentes entre investissements en private equity et en indices boursiers, et suppose un timing des achats/ventes d'indice et des montants des flux de trésorerie identiques à ceux des cash flows de l'investissement privé. Europe occidentale : telle que définie par MSCI comprend 32 pays. Source : MSCI, Bain (2024).

Graphique 100 : Durée de détention des firmes cédées par les fonds de LBO
(médiane, en années)



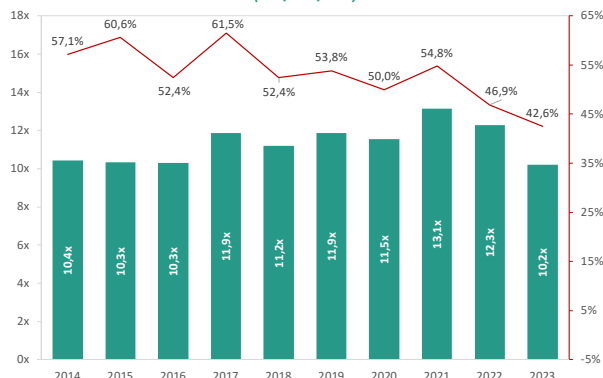
Source : données Preqin, PitchBook, calculs Bain (2024).

□ La capacité des LBO à refinancer leurs dettes n'a pas encore été testée

Avec la hausse des taux d'intérêt, le levier des opérations de LBO a continué de baisser à 42,6 % en 2023 (depuis un pic de 61,5 % en 2017, Graphique 101). Cependant, malgré la perspective de diminution des taux d'intérêt, certaines interrogations subsistent sur la capacité à refinancer l'endettement et sur l'ampleur du « mur de la dette ». De fait, aux États-Unis et en Europe, 300 milliards de dette de LBO seront à refinancer en 2025 et 2026, et la capacité de remboursement des dettes émises par les firmes sous LBO (*Interest Coverage Ratio*) est en forte baisse, à tout le moins aux États-Unis. Un signe de tension sur le refinancement des opérations de *private equity* est noté dans leur tendance à recourir à des modes de financement alternatifs, en particulier aux « prêts sur NAV » ou *NAV financing*, consistant à faire des emprunts en gageant les parts de sociétés (en général très endettées) détenues par les fonds. Un autre est le recours croissant aux transferts d'actifs vers de nouveaux fonds internes pour permettre le retrait de certains investisseurs et l'entrée d'autres. Les prêts sur NAV font l'objet d'une surveillance accrue de la part des investisseurs car ils sont devenus plus courants. L'Institutional Limited Partners Association, qui représente les investisseurs professionnels en capital-investissement, travaille sur un projet de recommandations visant à obtenir davantage d'informations sur le recours qui y est fait et les risques associés¹⁸³.

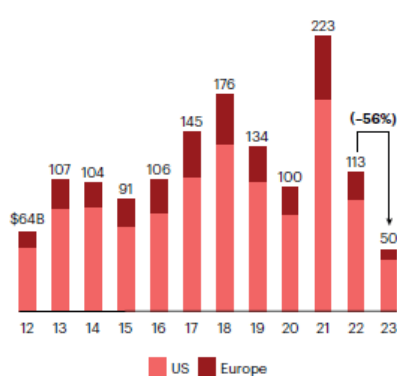
¹⁸³ Cf. *Dealmaking slowdown leaves private equity with record unsold assets*; Financial Times; 11/03/24.

Graphique 101 : Valorisation des cibles et part de dette dans le financement des LBO en Europe (EV/EBITDA) (31/12/23)



Source : PitchBook. Note : EV/EBITDA médian. Ratio de dette moyen.

Graphique 102 : Émissions de prêts syndiqués par les LBO (milliards de dollars)



Sources : données LCD, LSEG ; Bain (2024). Note : conversion des prêts syndiqués en Europe au taux d'1.076 dollar pour 1 euro.

Encadré 12 : Évolution du cadre applicable à la fin de vie des fonds de capital investissement en France

Au vu des difficultés de certains gestionnaires de capital investissement à clore les fonds en fin de vie¹⁸⁴, l'AMF a mené des travaux d'adaptation du cadre réglementaire¹⁸⁵ applicable aux fonds ouverts à une clientèle non professionnelle (FCPR, FCPI, FIP), avec la volonté de concilier protection des épargnants et pérennité des sociétés de gestion de portefeuille (SGP) concernées. Après consultation des parties prenantes¹⁸⁶, le cadre réglementaire français (doctrine et règlement général de l'AMF) devrait introduire de nouvelles exigences afin que :

- les communications promotionnelles alertent du risque de prorogation de la durée de vie du fonds ;
- la SGP recense les options permettant d'accélérer la liquidation des derniers actifs détenus (le maintien en vie du fonds, le recours à des fonds successeurs ou de continuation, ou encore à des structures de défaillance) ;
- le règlement du fonds précise les motifs possibles prorogation de sa durée de vie ;
- les investisseurs soient spécifiquement et dûment informés de l'entrée en liquidation du fonds ;
- le fonds procède à des distributions *a minima* annuelles durant la phase de liquidation du fonds, du moment que les montants distribuables représentent plus de 10 % de sa valeur liquidative et que l'ensemble des coûts associés à cette distribution ne représentent pas plus de 10 % de ces montants ;
- le rapport semestriel des fonds détaille, dès leur dissolution, les informations complémentaires que la SGP donne sur les démarches de liquidation des participations et son plan de cession des participations restantes ;
- la SGP dispose des coordonnées bancaires des investisseurs pour mener la liquidation à bonne fin ;
- l'AMF accompagne par une communication adaptée les SGP concernées en cas de reprise de la gestion d'un fonds par une nouvelle SGP découlant du retrait d'agrément de la SGP historique.

□ Une réduction de la complémentarité entre marchés boursiers et finance privée

Le LBO accroît ses acquisitions de sociétés cotées : le nombre d'opérations *public-to-private* (P2P) a atteint un pic historique en Europe (Graphique 103). À l'inverse, les cessions en bourse de sociétés par les fonds se raréfient (Graphique 104), les IPO représentant 1,3 % des cessions des fonds de LBO en 2023 en Europe¹⁸⁷. Les financements boursiers et par les marchés privés semblent donc, du moins à ce stade, de moins en moins complémentaires.

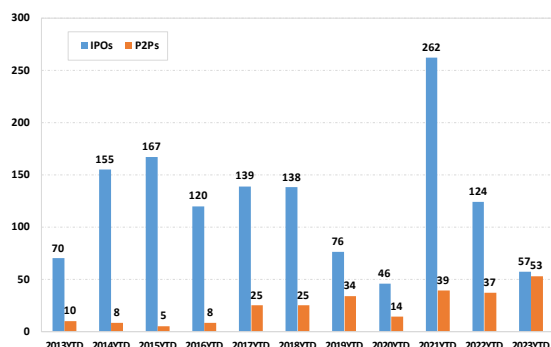
¹⁸⁴ Fin 2020, sur 569 fonds ouverts aux particuliers (FIP, FCPI et FCPR), 253 avaient dépassé leur durée de vie contractuelle.

¹⁸⁵ Cf. [rapport](#) du groupe de travail de l'AMF de juillet 2022, ces travaux pouvant le cas échéant avoir des implications législatives et fiscales.

¹⁸⁶ Cf. [propositions](#) du HCJP d'octobre 2023 sur le régime de liquidation des fonds en situation spéciale.

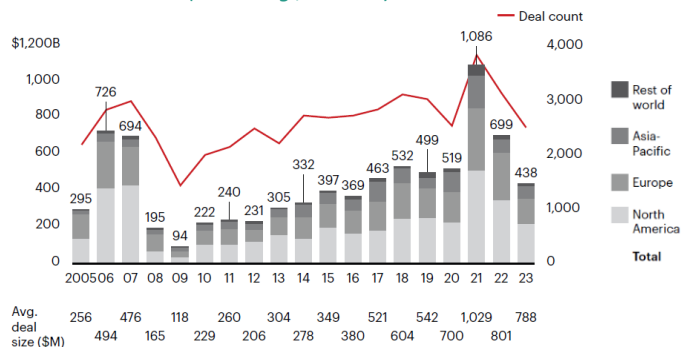
¹⁸⁷ N.B. : quelques grosses opérations ont accru la valeur moyenne des cessions en Europe en 2023 (PitchBook).

Graphique 103 : IPOs vs. P2P en Europe
(nombre d'opérations)



Source : Mergemarket cité par ION Analytics

Graphique 104 : Cessions des LBO
(valeur à g., nombre)



Source : Bain (2024) sur la base de données de Dealogic.

□ Un accroissement de la commercialisation aux particuliers

Sur une base de départ modeste, la commercialisation aux particuliers de fonds de *private equity* s'inscrit dans une dynamique de croissance. En France, selon France Invest-Quantalys, avec une performance de 6,2 % sous les hypothèses retenues, les fonds de *private equity* distribués aux particuliers non-professionnels français ont collecté 2 milliards d'euros en 2023. 59 % des encours de ces fonds sont logés dans des assurances-vie en unités de compte, le solde étant souscrit en direct, ou (pour seulement 9 millions d'euros) détenu via l'épargne retraite, la détention via l'épargne salariale étant insignifiante. Un accroissement de la diffusion du *private equity* aux particuliers est espéré de l'industrie à la faveur de l'adoption du cadre réglementaire d'ELTIF 2.0 (Encadré 13).

3.7.2. Dette privée : des encours croissants mais des activités encore mal connues

□ Émergence d'une classe d'actifs à part entière sous l'effet d'une demande soutenue

En 2023, l'encours mondial des financements de dette privée ou *private credit* – incluant les actifs et les fonds levés non investis (*dry powder*) des fonds de dette, des BDC américaines¹⁸⁸ et des *collateralized loan obligations* (CLO), mais pas les prêts octroyés en direct par des investisseurs – a dépassé 2 100 milliards de dollars en 2023 selon le FMI. Il s'agit donc, à ce stade de montants relativement limités, mais croissants. Les 190,6 milliards de capitaux levés en 2023, en léger repli depuis le pic de 287,5 milliards en 2021, ont contribué à prolonger la hausse d'encours des fonds de dette, en l'espèce à 1 100 milliards de dollars à mi-2023 (l'encours de *dry powder* atteignant un record de 506 milliards, Graphique 105). Les États-Unis concentrent la majorité des encours de fonds de dette, devant l'Europe (Graphique 92)¹⁸⁹. Aux États-Unis, ces encours s'approchent de ceux des prêts syndiqués à effet de levier (*leveraged loans*) des banques (1 400 milliards de dollars) et des obligations à haut rendement (1 600 milliards)¹⁹⁰. Le potentiel de croissance des fonds de dette privée est soutenu par une forte demande institutionnelle (Graphique 94)¹⁹¹. PitchBook note par ailleurs une forte hausse de l'investissement des particuliers en fonds de dette, leur détention atteignant 15,2 % des encours mondiaux en 2023 (Graphique 105). La taille des fonds croît également : 25 fonds ont collecté 48 % des capitaux levés en 2023 (Preqin, McKinsey, 2024).

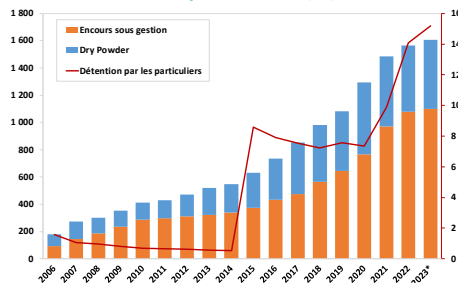
¹⁸⁸ *Business Development Companies* : fonds fermés finançant, aux États-Unis, des (petites) entreprises en développement et/ou en difficulté. Cotés en bourse, ils attirent une clientèle d'investisseurs particuliers. La nature de leurs investissements et leur recours massif à l'effet de levier en font des investissements à haut risque.

¹⁸⁹ Selon IMF GFSR (2024) les États-Unis concentrent 3/4 des encours. Selon Deloitte (*Alternative lender deal tracker*), 33 % de l'investissement en *direct lending* en Europe des 3 premiers trimestres de 2023 est provenu du Royaume-Uni, 24 % de France, 13 % d'Allemagne.

¹⁹⁰ Cf. Tableau 1.1 de Federal Reserve (2023) ; Financial Stability Review ; octobre.

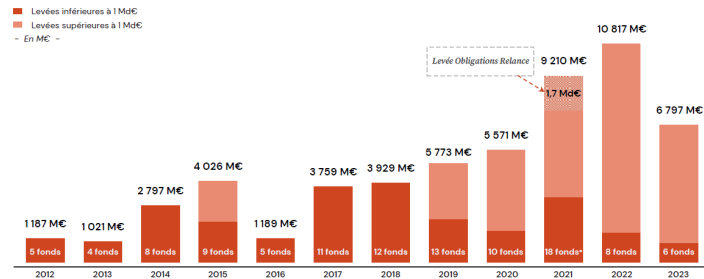
¹⁹¹ Selon BlackRock (2023), des "changements tectoniques" incitant les emprunteurs à recourir aux fonds privés, l'encours mondial des fonds de dette privée atteindra 3 500 milliards de dollars à fin 2028.

Graphique 105 : Fonds de dette privée : encours gérés (milliards USD) et détention par les particuliers (%)**



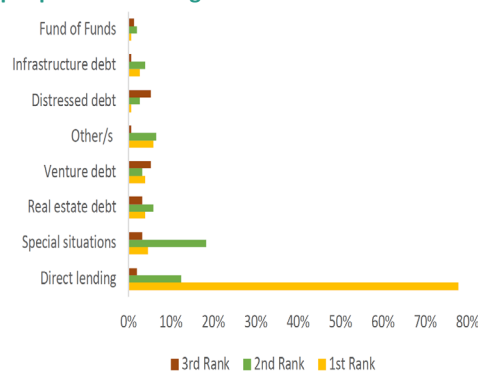
Source : PitchBook (2024). * 2023 à mi année. ** Encours sous gestion et "dry powder".

Graphique 106 : Levées de fonds des fonds de dette privée français



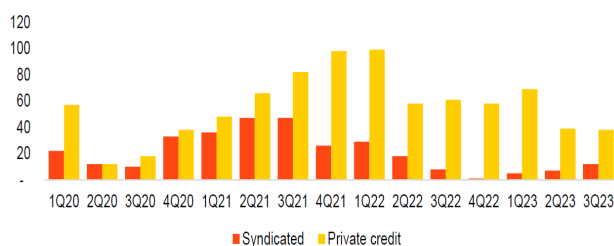
Source : France Invest.

Graphique 107 : Stratégies des fonds de dette en Europe



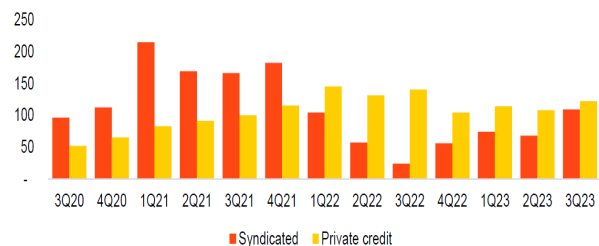
Source : Block, Jang, Kaplan et Schulze (2023).

Graphique 108 : Nombre de LBO financés par le crédit syndiqué et par les fonds de dette privée



Sources : Pitchbook LCD; BlackRock (2024).

Graphique 109 : Nombre de "non-LBO" financés par le crédit syndiqué et par les fonds de dette privée



□ Les fonds de dette privée échappent à un reporting réglementaire spécifique à cette classe d'actifs

Si l'examen de la distribution de fonds ainsi que des données de marché et de l'industrie atteste de la croissance de l'importance des fonds de dette privée, ce terme reste avant tout un concept de marché que plusieurs attributs façonnent : à l'instar des fonds de *private equity*, il s'agit en principe de fonds institutionnels fermés d'actifs non-cotés, de durée de vie de 6 à 8 ans, octroyant des prêts (*direct lending*) à des entreprises (Graphique 107¹⁹²). En dehors du prêt direct, les stratégies indiquent une spécialisation dans des crédits à risques plus élevés et/ou spécifiques (par exemple accordés à des sociétés défaillantes (*distress*) ou en « situation spéciale »), ou des financements *mezzanine*, de *venture capital* ou immobiliers¹⁹³.

En croisant certaines caractéristiques (catégorie de fonds d'investissement alternatif, origination de crédit, etc.), les superviseurs de marché identifient des fonds de dette privée au cas par cas. Une caractérisation et une

¹⁹² Selon Block J. et al. (2023), si plus de 95 % ont le *direct lending* pour stratégie principale aux U.S., c'est le cas de 80 % des fonds en Europe.

¹⁹³ BlackRock (2023), comme les rediffuseurs de données, propose une description des différents types de stratégies mises en œuvre.

identification systématique restent toutefois difficiles¹⁹⁴. Les stratégies de *private debt* ne sont pas identifiées par le *reporting* AIFMD¹⁹⁵. La flexibilité donnée par les enveloppes juridiques employées – par exemple les sociétés de libre partenariat (SLP) ou les fonds professionnels spécialisés (FPS) en France, des *European Long-term Investment Funds* (ELTIF) en Europe ou encore des *Long-term Asset Funds* (LTAF) au Royaume-Uni – ne permet pas une identification précise de ces fonds. En outre, la frontière entre *private equity* et *private debt* s'avère floue, comme dans le cas de certains fonds multi-stratégies¹⁹⁶.

De surcroît, les fonds n'ont pas nécessairement d'ISIN, et peuvent, sous certains seuils d'encours, faire l'objet d'un *reporting* allégé (e.g. annuel, intégrant toutefois une déclaration d'encours)¹⁹⁷. Pour autant, les fonds de dette de la catégorie « Autres FIA » peuvent être commercialisés aux particuliers via l'assurance-vie.

□ Des risques cycliques liés au levier et des risques de liquidité

➤ Chaîne de levier et cycle d'endettement

Les risques de (pro)cyclicité de l'industrie de la dette privée prolongent ceux du *private equity*¹⁹⁸, dus avant tout à la forte dépendance à l'endettement des activités en question et, *in fine*, des décalages pouvant survenir entre la liquidité espérée par les investisseurs et celle des fonds. Le risque porte avant tout sur la capacité des firmes emprunteuses à refinancer leur endettement (« mur de maturités »), à commencer par 290 milliards de dettes de LBO expirant en 2024 et 2025 (Graphique 110). On note ici avec l'OICV (2023) que les prêts consentis récemment sont très largement (dans 91 % des cas en octobre 2021) assortis d'un minimum de restrictions pour l'emprunteur/protections pour le prêteur (*covenant-lite*), et plus encore pour les LBO¹⁹⁹. Les risques perçus à cet égard ont conduit l'OICV à publier un guide de bonnes pratiques sur les prêts à effet de levier et les CLO²⁰⁰.

Fondamentalement, un épisode de faible croissance économique et de moindre recul qu'attendu de l'inflation (et de moindre baisse des taux d'intérêt de marché qu'anticipé) pourrait accroître les difficultés de refinancement des entreprises les plus fragiles et exposées aux risques liés à l'endettement, là où le FMI considère que plus d'un tiers des emprunteurs auprès des fonds de dette privée ont déjà une charge d'intérêts supérieure à leurs revenus courants. La section 1.2.1 du Chapitre 1 souligne les risques conjoncturels pesant sur les entreprises spéculatives et/ou de petite taille, et la hausse du taux de défaillances en France (pas uniquement des sociétés innovantes/PME).

Les risques sont amplifiés par l'accumulation d'effets de levier parfois mal gérés par les prêteurs tout au long de la chaîne d'investissement : des sociétés cibles de *private equity* aux fonds eux-mêmes jusqu'aux apporteurs de financement en actions et en dette, intermédiaires financiers compris (cf. ci-après).

¹⁹⁴ Notons ici qu'établir une correspondance précise entre données des autorités et données de marché (des *data vendors* et de l'industrie) améliorerait beaucoup le suivi des autorités, y compris en accroissant l'utilité, pour leurs fins propres, des agrégats (indicateurs d'encours, d'activité, de performance, etc.) déjà publiés. Ce type d'initiative auraient naturellement vocation à être mené au niveau international.

¹⁹⁵ Pas plus que celles d'autres fonds de finance privée (e.g. infrastructure, ressources naturelles, immobilier) promues par l'industrie. Au sein du *private equity* (PE), le *reporting* AIFM identifie certes des catégories de *Venture capital*, *Growth*, *Mezzanine*, *Multi-strategy* et *Other*, mais cette catégorie résiduelle inclut le LBO, (soit 73,9 % des encours de PE en Europe en 2023...). NB : AIFMD (comme le Form PF de la SEC aux États-Unis) ne définit pas les classes d'actifs, laissant les déclarants apprécier celles qui le concernent. Pour les fonds de dette, une approche multicritère croiserait utilement, à l'instar des typologies de *hedge funds*, des critères de classe d'actifs dans laquelle les fonds investissent et des critères relatifs à la gestion mises en œuvre (stratégie, octroi de prêt, etc.). Au niveau 2 de la législation européenne, les textes précisant le contenu du *reporting* laissent peu de place à l'ESMA pour amender les champs de données (en créer, ou en éliminer s'ils sont redondants).

¹⁹⁶ Erel, Flanagan et Weisbach (2024) souligne l'importance de l'exposition des fonds de dette au risque des actions : "*To boost returns, private debt funds supplement the loans in their portfolios with equity or equity linked instruments such as warrants*".

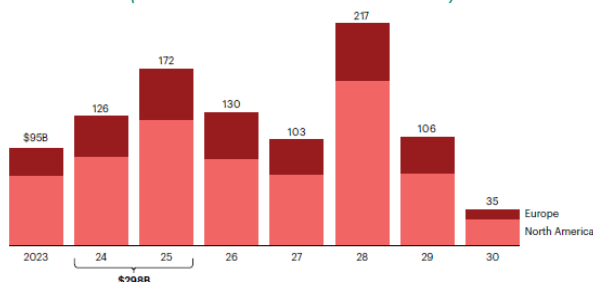
¹⁹⁷ Cf. [Guidelines on reporting obligations under Articles 3\(3\)\(d\) and 24\(1\), \(2\) and \(4\) of the AIFMD](#) et schéma de synthèse en p. 32.

¹⁹⁸ Cf. Grillet-Aubert L. (2023) et sections concernées des cartographies des marchés et des risques des années passées. Aramonte et Avalos (2021) souligne ici la corrélation positive de l'investissement du *private equity* et de l'octroi de crédit privé avec les rendements boursiers.

¹⁹⁹ Selon le LSEG cité par McKinsey (2024), 31,0 % des prêts des fonds de dette aux U.S. provenait de LBO en 2023 (contre 44,4 % en 2021).

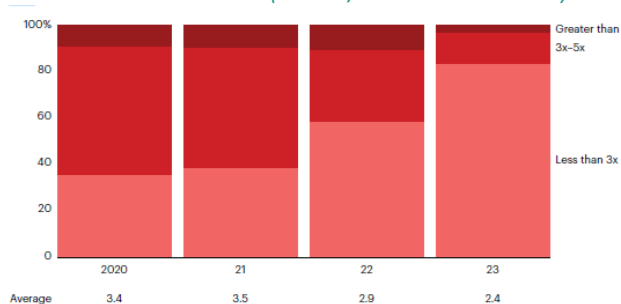
²⁰⁰ Cf. IOSCO (2024); [Guidelines on Leveraged loans and CLOs](#); May.

Graphique 110 : Emprunts des LBO par maturité
(montants en milliards de dollars)



Sources : données Dealogic ; Bain (2024).

Graphique 111 : Ratio de couverture des intérêts des sociétés sous LBO au États-Unis (EBITDA/montant des intérêts)



Sources : LCD; Bain (2024). Note : firmes de plus de 50 Mn USD d'EBITDA

□ Interconnexions sectorielles de la finance privée

➤ Interconnexions entre banques et fonds de dette privée

Les exigences prudentielles applicables aux banques favorisent un report de la demande de crédit vers les fonds. La tendance s'est accélérée puisque ces fonds représentent 84 % du financement des LBO *middle market* en 2023 (Graphique 113). Les gestionnaires de fonds de dette privée déclarent apporter aux entreprises des fonds et un effet de levier que les banques ne financeraient pas (Block et al., 2023). L'effet de substitution des fonds aux banques n'est donc que partiel, car les fonds financent des entreprises plus risquées – plus petites ("*mid-market*") que les émetteurs de prêts syndiqués ou d'obligations, et plus endettées (de ratio de dette/EBITDA plus élevé)²⁰¹. De fait, les fonds concurrencent surtout l'octroi de prêts à effet de levier syndiqués par les banques (finançant typiquement des LBO). À mesure que la titrisation de prêts syndiqués sous forme de *Collateralised Loan Obligations* (CLO) par les banques décline, on note aussi l'émergence d'opérations de CLO de crédit privé. Contrairement aux CLO bancaires, qui achètent des prêts syndiqués par les banques sur le marché secondaire, ces CLO acquièrent des prêts des fonds gérés par leur SGP. Et contrairement aux CLO bancaires, qui revendent en général la tranche *equity* (à des *hedge funds* par exemple), les fonds privés tendent à conserver la tranche *equity*, ce qui souligne leur vocation à refinancer le fonds prêteur²⁰².

Cependant, des complémentarités sont également notées entre fonds de dette privée et banques. D'abord certains fonds (16 % aux États-Unis, 19 % en Europe) syndiquent des crédits, et parfois même avec des banques²⁰³. Plus généralement, la Banque d'Angleterre²⁰⁴ souligne l'émergence de nouveaux modes de financement bancaires de la finance privée – et "*l'explosion de leur variété et complexité*". En *private equity*, elle pointe en particulier le *NAV financing* (emprunts par les fonds de *private equity* gagés sur leurs actifs) et leurs lignes de crédit gagées sur des promesses d'investissement futur (*dry powder*). Mais des financements analogues (*loan on loan secured financing facilities*) sont aussi accordés aux fonds de dette privée sous forme de lignes de crédit bancaire collatéralisées par les prêts à l'actif des fonds. Sur ces bases, la Banque d'Angleterre identifie des manquements des banques, à commencer par leur besoin de développer une vue consolidée des expositions qu'elles ont au secteur via leurs multiples activités. Cai et Haque (2024) souligne également la complémentarité croissante entre les banques et les fonds, ces derniers se portant contrepartie d'opérations de "*transfert de risque synthétique aux fonds privés*" permettant aux banques de réduire leurs provisions en capital réglementaire. Enfin, on note aussi le développement par les banques d'une offre de couverture des risques de hausse des taux aux entreprises endettées. Elles leur vendent des dérivés dits "orphelins" (le fournisseur de couverture étant distinct du prêteur),

²⁰¹ Cf. IMF GFSR (2024). Selon Chernenko, Erel et Prilmeier (2022) : "(...) for a sample of middle-market firms over 2010-2015 (...) 1/3 of all loans are directly extended by non-bank financial intermediaries. 2/3 of such non-bank lending can be attributed to bank regulations that constrain banks' ability to lend to unprofitable and highly levered borrowers. Firms with negative EBITDA and debt/EBITDA greater than 6 are 32 % and 15 % more likely to borrow from non-banks".

²⁰² "Cf. "Blackstone borrows to boost lending power of \$52bn credit fund through CLO secured by its portfolio"; Financial Times; 16/11/23.

²⁰³ Block, Jang, Kaplan et Schulze (2023) "A survey of private debt funds" NBER Working Paper 30868. 44 % des gérants de fonds aux États-Unis (57 % en Europe) ne syndiquent aucun de leurs crédits, mais la part des crédits syndiqués dans le portefeuille des fonds qui recourent à la syndication est de 30 % aux États-Unis et 37 % Europe.

²⁰⁴ Bank of England (2024); *Private equity financing*; Speech by Rebecca Jackson given at UK Finance; 22/04/24 et Bank of England (2024); "Dear Chief Risk Officer" Letter as part of the Thematic review of private equity related financing activities; 23/04/24.

à savoir des options voisines des *caps*²⁰⁵ payant un montant forfaitaire si le taux d'intérêt de référence atteint un niveau fixé (*strike*). Ceci permet de plafonner la charge d'intérêt d'emprunts de l'entreprise²⁰⁶. Alors que cette offre a vu le jour parce que des fonds de dette exigeaient des couvertures, elle est aujourd'hui parfois concurrencée par des prêteurs non-bancaires, qui fournissent des couvertures lorsque les banques y sont réticentes. Dans ce contexte, on peut craindre une prise de risque accrue par les prêteurs sous l'effet de la concurrence.

Les prêts financiers spécialisés semblent être une voie prometteuse pour les sociétés de crédit privées. Certains attraits de ce marché – d'une valeur de 5 500 milliards de dollars rien qu'aux États-Unis selon Oliver Wyman – constitué de contrats de location d'équipement, de financements du commerce et de redevances proviennent des compétences spécialisées sur lesquels ils mettent l'accent et de la diversification qu'ils apportent. Le crédit privé représente moins de 5 % de ce type de prêts, principalement destinés aux assureurs. En outre, les prêts finançant des infrastructures, l'immobilier commercial et les prêts hypothécaires offrent chacun des opportunités variées, élargissant le marché potentiel à 26 000 milliards de dollars aux États-Unis. Au total, cela pourrait stimuler la croissance annuelle de 15 % attendue sur le marché du crédit privé au cours des cinq prochaines années – même si cela reste en partie dépendant aussi des mesures susceptibles d'être adoptées par les régulateurs bancaires.

➤ Interconnexions entre finance privée et assurances

Cortes, Diaby et Windsor (2023) précisent le constat²⁰⁷ d'une influence grandissante des grandes firmes de *private equity* sur les sociétés de (ré)assurance et d'un investissement croissant de ces dernières dans les fonds de *private finance*. Aux États-Unis, la Réserve fédérale de Chicago s'inquiète de risques potentiellement systémiques dus aux expositions à la dette privée des assureurs, c'est-à-dire à leur capacité à céder des actifs de crédit privé complexes et structurés, voire "ésotériques", en cas de vague de rachats (comme pour Executive Life en 1991) et de stress de marché²⁰⁸. Après les difficultés rencontrées par Eurovita en Italie, la matérialité des enjeux en Europe resterait à évaluer²⁰⁹. Concernant plus spécifiquement les fonds de dette, une offre est clairement destinée au secteur de l'assurance, qui met en avant une diversité de produits, et des véhicules adaptés aux exigences réglementaires et en capital (Mercer, 2023). Cependant, les données disponibles, surtout en dehors des États-Unis, ne permettent pas de préciser les interconnexions de ce secteur avec celui des fonds de dette privée.

□ Performance des fonds et valorisation des actifs

Industrie et consultants²¹⁰ soulignent les bonnes performances des fonds de dette. Sur la base de données de MSCI, le FMI fait écho à ces vues (Graphique 112) et, de fait, l'intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs est avant tout motivé par le fait que *"IG debt and private credit are expected to generate the highest risk-adjusted returns in the next year, with nine in 10 survey respondents planning to increase or maintain these allocations"* (GSAM, 2024).

Pour autant, plusieurs éléments mettent en perspective les performances mises en avant pour cette classe d'actifs. D'une part, la valorisation des actifs des fonds pose question. Elle n'est pas toujours alignée sur la prescription de calcul à la juste valeur²¹¹, malgré la marge de discrétion laissée par une telle comptabilisation pour les actifs

²⁰⁵ Au sens strict, la valeur d'un cap est fonction linéaire de l'écart entre le taux de référence et le *strike* en sorte que la surcharge d'intérêt soit compensée par l'augmentation des paiements du dérivé. Les contrats concernés étant négociés de gré-à-gré, leur spécification peut varier.

²⁰⁶ Notons que la prime de ces *caps* est payée par les entreprises couvrant leur risque en début de transaction, évitant ainsi aux banques tout risque de défaut de paiement ultérieur – un risque qui serait par exemple associé aux flux de paiement périodiques d'un contrat de swap.

²⁰⁷ Cf. Cartographie des marchés et des risques (2023) de l'AMF.

²⁰⁸ Fournier A., R. Meisenzahl, A. Polacek (2024b); [Privately placed debt on life insurers' balance sheets-Part 2—Increasing complexity](#); Chicago Fed Letter 494. Travaux inscrits dans le cadre de ceux de supervision des assureurs par la Federal Reserve et du débat des instances macroprudentielles (Financial Stability Oversight Council) notamment sur la désignation des assureurs d'importance systémique (la désignation initiale d'AIG, MetLife et Prudential avait été annulée, et de nouvelles désignations semblent possibles).

²⁰⁹ Cf. [Cartographie des marchés et des risques 2023](#), Eurovita : maillon faible du secteur, l'assureur italien est mis en liquidation ; News Assurances Pro ; 27/10/23, et Assurance-vie : CNP vole au secours de sa filiale italienne ; Les Echos ; 28/02/24.

²¹⁰ McKinsey (2024): *"The pooled net IRR for private debt for the first 3 quarters of 2023 was 5.1 % (6.8 % annualized), the highest among all private asset classes"*.

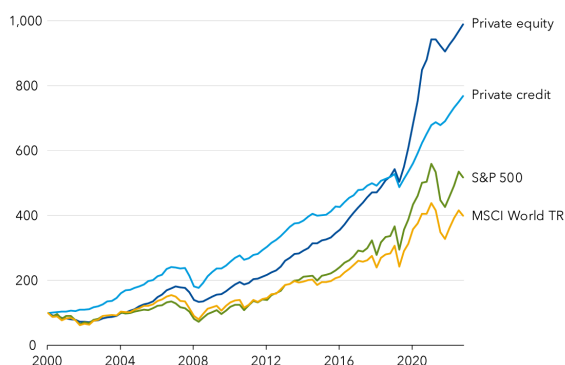
²¹¹ Selon l'Art. 71-1 du règlement délégué AIFMD : *"Le gestionnaire veille à ce que tous les actifs détenus par le FIA soient évalués correctement, à leur juste valeur"*.

illiquides²¹². En particulier, concernant les titres de dette privée, une valorisation au coût historique (coût amorti ou coût nominal + coupon couru) n'est en principe compatible avec les normes comptables que si un facteur d'ajustement assure qu'elle reflète l'évolution objective des conditions de marché. À défaut d'ajustement, la valeur des actifs considérés est stable et peu sensible aux évolutions de marché, notamment aux *spreads* de crédit et taux d'intérêt, mesurant l'évolution des risques de crédit et de taux. Certaines pratiques semblent cependant s'écarter des prescriptions²¹³, qui pourraient affecter les performances des fonds concernés. Dans ce contexte, l'AMF a initié un dialogue avec l'industrie²¹⁴ pour évaluer de façon plus systématique les pratiques de valorisation. Au niveau international, l'OICV initie des travaux pour revisiter ses principes de valorisation des véhicules de gestion collective²¹⁵.

D'autre part, l'estimation par Erel, Flanagan et Weisbach (2024) des rendements ajustés du risque des fonds de dette privée²¹⁶ révèle des rendements quasi-nuls pour les investisseurs après déduction des frais. L'étude souligne aussi que les fonds portent un risque actions significatif, 20 % de leurs actifs ayant des caractéristiques d'actions (actions ordinaires, de préférence, bons de souscription, convertibles, etc.). Les taux des prêts des fonds de dette privée semblent, si l'on en tient compte, à peine compenser les frais et risques des fonds.

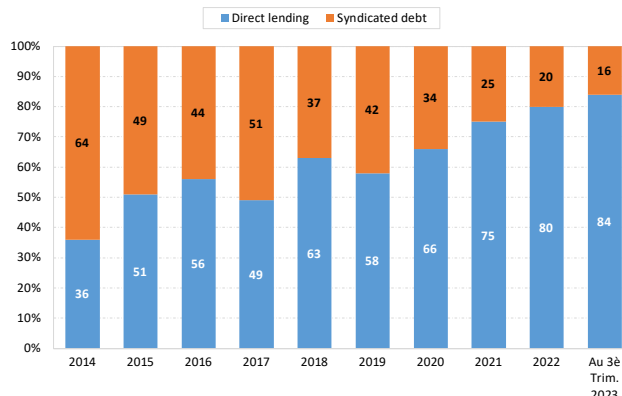
En tout état de cause, une grande variabilité des performances à travers les fonds est notée, et les performances négatives de certains fonds de *private equity* pourraient indiquer une rupture avec les niveaux de performance élevés continuellement pendant la période de taux bas. Par exemple, la performance négative en 2023 de Princo, le fonds de dotation de l'université de Princeton de 34 milliards de dollars d'encours investi à 39,9 % en *private equity*, contraste avec les performances à deux chiffres de la décennie précédente²¹⁷.

Graphique 112 : Indices de performance des fonds de dette (milliards de dollars)



Sources : Preqin, FMI (2024). Note : données pour 2023 à mi-année.

Graphique 113 : Financement des LBO middle market : prêts syndiqués bancaires vs. direct lending des fonds aux États-Unis(%)



Sources : LSEG LPC ; Bain (2024). Middle market : émetteurs de revenus et montant total d'emprunts inférieurs à 500 mn USD. Direct lending : incluant les facilités non syndiquées, club deals compris.

²¹² Cf. normes comptables IFRS 13 et US GAAP ASC 820, et leur déclinaison par les [lignes directrices de l'International Private Equity and Venture Capital](#) (IPEV). IFRS hiérarchise les méthodes de valorisation : au niveau 1, la valorisation repose sur un prix de marché coté non ajusté ; au niveau 2, sur une approximation reposant sur une relation directe (corrélation) des prix de l'actif avec ceux d'actifs similaires tirés de bases de données commerciales. Au niveau 3, l'approximation de la valeur repose en outre sur une modélisation des données. Les prix de titres de dette non cotée considérés ici relèvent généralement du niveau 3.

²¹³ Balloch et Gonzalez-Urbe (2021); "Leverage limits in good and bad times"; LSE Working Paper montre des ajustements discrétionnaires de la valorisation des prêts par les Business Development Companies aux États-Unis, et interroge sur la *fair value*.

²¹⁴ Ce dialogue s'inscrit dans un contexte d'adoption de nouvelles règles exigeant qu'une opinion d'auditeurs confirme la juste valorisation des fonds. Il a donné lieu à un examen de cessions d'actifs des fonds pour évaluer, notamment, la précision des valorisations, et à une collecte de données pour estimer la performance des fonds non cotés commercialisés aux particuliers. Il porte aussi sur d'autres classes d'actifs non cotés telles que les titres ouvrant accès aux participations au capital. Il s'inscrit aussi dans des échanges européens visant à comparer entre régulateurs les approches et les constats en la matière.

²¹⁵ IOSCO (2012); [Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes](#).

²¹⁶ NB : le calcul du rendement anormal des fonds actualise les flux de trésorerie sur la base de leur profil de risque estimé ; or la qualification des rendements anormaux au titre de leur exposition au risque actions a des effets importants sur cette mesure de performance.

²¹⁷ Selon la National Association of College and University Business Officers, les fonds de dotation des universités américaines de plus de 5 milliards de dollars d'encours ont eu un rendement moyen annuel de 2,8 % à mi-2023. Cf. "Princeton endowment chief sees worst ever private equity liquidity"; Financial Times; 18/04.24.

Encadré 13 : Discussions en cours sur les normes techniques de réglementation ELTIF2

Le 10 janvier 2024, le [règlement ELTIF2](#) est entré en application, neuf mois après sa publication au Journal officiel de l'Union européenne. Cette révision du règlement sur les fonds européens d'investissement de long terme (*European Long Term Investment Funds, ELTIF*) vise à assouplir les règles auxquelles sont soumis ces fonds afin de rendre ce type de produit plus attractif²¹⁸ (malgré un lancement en 2015, les fonds labélisés ELTIF n'avaient pas connu le succès). Les fonds ELTIF sont par nature des fonds fermés aux rachats. Cependant, une dérogation (déjà présente dans le règlement initial) prévoit la possibilité pour les investisseurs d'effectuer des rachats avant la fin de vie du fonds. Le nouveau règlement confie à l'ESMA la rédaction des normes techniques de réglementation (RTS) établissant principalement la politique de rachat d'un ELTIF ouvert et la définition des outils de gestion de liquidité applicables.

Le 19 décembre 2023, le projet de RTS ELTIF²¹⁹ a été envoyé par l'ESMA à la Commission pour adoption. Dans son projet, l'ESMA propose une durée minimale de préavis de rachat de 12 mois. Cependant, elle considère que cette durée peut être inférieure et propose d'adapter la durée du préavis de rachat en fonction du pourcentage minimum d'actifs liquides et du pourcentage maximum d'actifs liquides pouvant être utilisés pour honorer les rachats. Ainsi, plus la détention d'actifs liquides est grande, plus la durée du préavis de rachat peut diminuer²²⁰.

En outre, le projet de RTS ELTIF prévoit que le gérant du fonds doit adopter au moins un outil anti-dilution : au choix entre les droits ajustables acquis au fonds (*anti-dilution levies*), le *swing pricing* ou les commissions de souscriptions/rachats acquises aux fonds²²¹. Une dérogation à l'utilisation d'au moins un outil anti-dilution est possible sur justification à l'autorité nationale compétente. Des plafonnements des rachats (*gates*) doivent aussi être mis en place (avec la recommandation de ne les activer que dans des circonstances exceptionnelles).

En réponse au projet de RTS ELTIF transmis par l'ESMA, la Commission européenne a envoyé le 8 mars 2024 un courrier à l'ESMA comprenant les principaux amendements²²² suivants :

- la Commission demande la suppression de la mention d'un préavis de rachat minimal de 12 mois dans le cas général ;
- la Commission accepte la proposition de l'ESMA concernant le lien entre durée du préavis et proportion d'actifs liquides, mais demande de remplacer la période de préavis par la fréquence de rachat du fonds ("option 2"). De plus, elle demande qu'une autre option ("option 1") soit considérée : selon cette option, le pourcentage maximum d'actifs liquides pouvant être utilisés pour honorer les rachats serait calibré en fonction de la fréquence de rachat et de l'extension de la période de préavis (notion qui trouve ses origines dans la directive AIFM) ;
- la Commission propose de supprimer la nécessité d'une justification auprès de l'autorité nationale compétente lorsque l'ELTIF ne dispose pas d'outil anti-dilution ;
- la Commission propose enfin de ne pas limiter l'adoption des *gates* et leur activation aux seules circonstances exceptionnelles.

En réponse aux amendements de la Commission, l'ESMA a proposé les modifications suivantes dans sa réponse du 22 avril 2024²²³ :

- l'ESMA accepte de ne plus faire référence au fait que la durée minimale du préavis de rachat est de 12 mois. Cependant, elle précise que la durée du préavis de rachat devrait être calculée en fonction du profil de liquidité des actifs sous-jacents et de la durée nécessaire pour vendre ces actifs dans des conditions normales et contraintes de marché ;
- elle refuse l'option 1 de la Commission et maintient sa proposition liant le préavis de rachat au minimum d'actifs liquides ainsi qu'au pourcentage maximum d'actifs liquides pouvant faire l'objet de rachat. Cependant, l'ESMA assouplit sa proposition initiale afin d'offrir plus de marge de manœuvre aux gérants en réduisant les pourcentages minimaux d'actifs liquides. Le tableau final proposé par l'ESMA se trouve ci-dessous :

²¹⁸ Pour une description des règles qui ont été assouplies, voir l'encadré 6 « Point d'attention sur les ELTIF 2.0 » publié dans la [Cartographie des marchés et des risques 2023](#).

²¹⁹ ESMA Final Report « [Draft regulatory technical standards under the revised ELTIF Regulation](#) », 19 décembre 2023.

²²⁰ À titre d'exemple, si les actifs liquides constituent au minimum 13 % du portefeuille, alors la durée de préavis de rachat pourrait être comprise entre 9 mois et un an. Si la proportion d'actifs liquides est d'au minimum 27 % du portefeuille, alors la durée de préavis de rachat pourrait être comprise entre 6 mois et un an etc.

²²¹ En plus des outils anti-dilution, le gérant d'un ELTIF peut également adopter s'il le souhaite d'autres outils de gestion de liquidité.

²²² European Commission, [Commission Delegated Regulation](#), 8 mars 2024.

²²³ ESMA « [Opinion on ELTIF regulatory technical standards under the revised ELTIF Regulation](#) », 22 avril 2024.

Préavis de rachat	Pourcentage minimum d'actifs liquides (Article 9(1), point (b))	Pourcentage maximum d'actifs liquides (Article 18(2), premier sous- paragraphe, point (d))
Entre 6 mois (inclus) et 12 mois	10%	90%
Entre 3 mois (inclus) et 6 mois	15%	67%
Entre un mois (inclus) et 3 mois	20%	50%
Moins de un mois	25%	20%

- l'ESMA accepte l'amendement de la Commission et enlève l'obligation de mise en place d'au moins un outil anti-dilution spécifiquement ;
- en ce qui concerne les *gates*, l'ESMA introduit un paragraphe stipulant qu'un « gérant d'un ELTIF peut aussi mettre en place des *gates*, en particulier si le montant des actifs liquides n'est pas suffisant pour couvrir les rachats raisonnables attendus aux dates de remboursement.

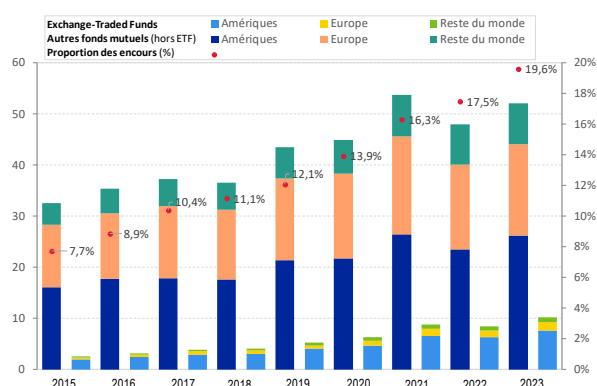
À la suite de la réception de la réponse de l'ESMA, la Commission devra décider lors des prochains mois si elle accepte les propositions telles que formulées par l'ESMA ou bien si elle modifie unilatéralement les RTS. Cependant, dans la mesure où le nouveau règlement ELTIF permet une plus grande prise de risques par les fonds et assouplit les règles portant sur la protection des investisseurs, il est important que les nouveaux RTS permettent aux fonds d'avoir des profils de liquidité adéquats.

3.8. ETF : POURSUITE DE LA CROISSANCE DU MARCHÉ EUROPÉEN

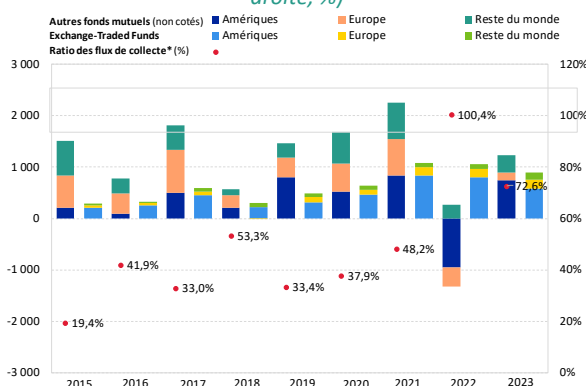
3.8.1. Nouveau pic d'encours mondial, et collecte soutenue en Europe

En 2023, la collecte globale nette des *exchange traded funds* (ETF) – ou fonds cotés en bourse²²⁴ – s'est élevée à 897 milliards d'euros, en retrait des pics historiques de 1 083 milliards d'euros en 2021, et 1 051 milliards en 2022 (Graphique 114). L'évolution reflète le repli de la collecte annuelle aux États-Unis, en-deçà de celle des autres *mutual funds*. En Europe *a contrario*, la collecte a atteint un pic historique de 170,6 milliards d'euros (vs. 155,1 en 2022), excédant celle du reste de la gestion collective (147,6 milliards) comme en 2022. Au niveau agrégé, la performance des ETF (effet valorisation) a bénéficié de leur exposition aux actions. Ainsi, malgré leur moindre collecte, leur encours a crû plus vite que celui des fonds de gestion collective hors ETF, portant le ratio de l'encours mondial d'ETF (10 200 milliards d'euros²²⁵) sur celui des fonds mutuels hors ETF (52 100 milliards d'euros) à un nouveau pic historique de 19,6 % au terme d'une croissance continue depuis 2015 (7,7 %, début des statistiques).

Graphique 114 : ETF vs. fonds mutuels. Encours mondiaux (milliards de milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)



Graphique 115 : ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux (milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)



Source : IIFA/EFAMA, calculs AMF. Note : ratio des valeurs absolues des flux nets lorsque certains sont négatifs.

²²⁴ Concept statistique harmonisé de l'IIFA/EFAMA qui couvre les fonds de gestion collective régulés ouverts au public (c'est-à-dire agréés par les autorités compétentes et publiant un prospectus) comprenant avant tout *mutual funds* américains (*Investment Company Act*) et les OPCVM européens.

²²⁵ Soit 11,3 trillions de dollars.

3.8.2. La terminologie peut prêter à confusion notamment au regard de l'innovation accélérée

À l'origine, les ETF étaient des fonds dont la stratégie d'investissement consistait à répliquer le plus fidèlement possible la performance d'indices actions sans chercher à les surperformer (*trackers*). Par exemple à fin avril 2024, l'ETF SPDR répliquant l'indice S&P 500 concentrait plus de 500 milliards de dollars d'encours et l'ETF MSCI World index, plus de 150 milliards. Mais leur nature a depuis beaucoup évolué. Les ETF font partie d'un groupe hétérogène d'ETP (*Exchange-Traded Products*), qui regroupe des produits cotés en bourse comprenant des OPCVM et autres fonds d'investissement alternatifs²²⁶ (FIA), ainsi que d'autres produits prenant la forme juridique d'un titre de dette : *Exchange-Traded Notes* ou ETN, *Exchange Traded Commodities* ou ETC, et autres produits structurés cotés.

Concernant les ETP de type OPCVM européens (ETF OPCVM, ou *UCITS ETF*), l'ESMA²²⁷ distingue trois catégories : les ETF indiciaires, les ETF à effet de levier (et inverses) et les ETF actifs. L'autorité précise le mode d'application des exigences applicables, à commencer par celle de diversification. Elle impose aussi que ces produits mentionnent explicitement "UCITS ETF" dans leur nom, et vise à éviter l'usage du label ETF pour les non-ETF : *"Un OPCVM qui n'est pas un UCITS ETF (tel que défini dans le présent référentiel) ne doit utiliser ni l'identifiant 'UCITS ETF', ni 'ETF' ni 'exchange-fund'"*.

À défaut d'autre norme réglementaire applicable que les Orientations de l'ESMA²²⁸, les terminologies en usage dans la presse et sur les marchés (fournisseurs de données, bourses, etc.) peuvent créer une confusion : le terme "ETF" y désigne couramment, sans égard pour la norme de l'ESMA, des fonds qui ne sont pas des OPCVM et des ETP distincts des fonds d'investissement ; "ETP" peut indifféremment désigner l'ensemble des fonds et produits de dette cotés (ETF et autres ETP) ou plus spécifiquement les non-ETF ; etc.

Les produits concernés se sont largement départis des ETF qui étaient initialement généralement compris comme des fonds d'investissement cotés répliquant automatiquement et strictement la performance d'un indice actions "large", i.e. permettant d'acquérir une exposition à l'ensemble du marché actions avec un minimum de critères de sélection. De fait, les spécificités que gardent en commun ces produits sont surtout liées à la cotation en bourse. Rappelons que les termes ETP et ETF ne font pas (ou plus) automatiquement référence à :

- des produits de gestion passive (réplication systématique/non discrétionnaire d'indices boursiers) – en particulier, ils incluent des produits gérés activement sous la désignation d'OPCVM ETF (dans le respect des Orientations ESMA susmentionnées) ;
- une classe d'actif (actions) : les ETP, ETF compris, investissent désormais dans toutes les classes d'actifs, avec des niveaux de liquidité des actifs sous-jacents très variables (e.g. obligations, immobilier, crypto-actifs) ;
- des produits simples – cf. e.g. l'essor de l'offre d'ETP structurés et d'ETF à effet de levier ou inverses ;
- une forme juridique d'OPCVM. À l'exception des ETF OPCVM, ces produits n'offrent, par exemple, pas nécessairement les protections associées à la diversification (e.g. via les règles des indices de BMR).

Dans un contexte d'essor de l'investissement des particuliers en ETF, et dans la mesure où le *marketing* (principalement en ligne) détermine largement leur collecte²²⁹, ces questionnements terminologiques affectent la lisibilité d'une offre caractérisée en outre par une innovation accélérée. En effet, bien que certains ETF concentrent des encours importants, leur nombre continue de se démultiplier : fin 2023, 8 990 ETF étaient commercialisés dans le monde (contre 5 738 en 2018), 340 ayant été introduits en Europe dans l'année.

3.8.3. Une innovation caractérisée notamment par l'essor d'ETF actifs...

L'offre d'ETF actifs s'est particulièrement développée aux États-Unis, notamment suite à l'abrogation en 2019 de l'obligation de transparence sur leur portefeuille (Graphique 116)²³⁰. Depuis 2018, ces ETF y ont enregistré des flux

²²⁶ Notons que les fonds alternatifs sont exempts de certaines règles, notamment de diversification, applicables aux OPCVM.

²²⁷ Cf. [Guidelines on ETFs and other UCITS issues](#) de l'ESMA du 01/08/14.

²²⁸ Cf. [Guidelines on ETFs and other UCITS issues](#) de l'ESMA du 01/08/14.

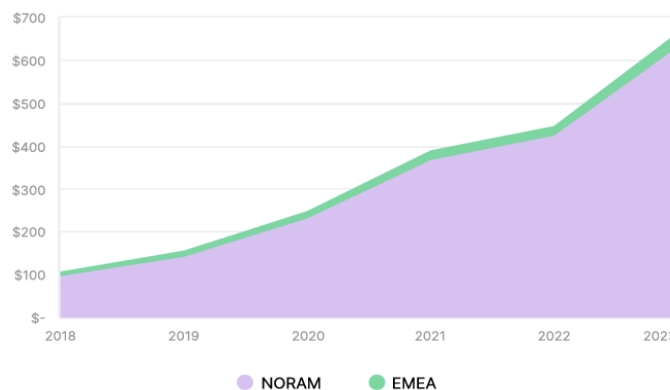
²²⁹ Obizhaeva O. (2023) ; 'OK Google' : *ETF's online visibility and fund flows* montre l'influence du marketing en ligne : les ETF aux pages Web les mieux classées sur Google, promus sur les moteurs de recherche et aux pages Web référencées par le plus de sites collectent le plus.

²³⁰ La règle 6c-11 du 25/09/23 visant à faciliter l'agrément des ETF au statut de *mutual fund* aux U.S. confirme toutefois l'obligation de publier leur portefeuille quotidiennement. On note aussi que, depuis début 2021, plus de 70 fonds de placement non cotés y ont été convertis en ETF.

nets annuels d'au moins 25 milliards de dollars et connu un taux de croissance par an de plus de 30 %. L'offre émerge depuis en Europe, où l'encours, en hausse rapide, a atteint 27,9 milliards d'euros fin 2023 selon Morningstar (Graphique 117). De fait, ce type de fonds bénéficie de flux de collecte nets positifs et significatifs, en particulier la catégorie des fonds actions, la collecte des fonds obligataires étant plus erratique (Graphique 118).

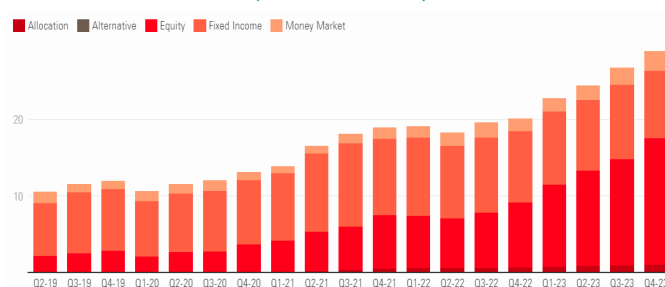
L'offre prolonge en Europe celle qui est faite sur le marché américain. Par exemple, les ETF actifs de J.P. Morgan AM ont levé 5,6 milliards de dollars en Europe en 2023 et la société de gestion gère 14 milliards de dollars d'ETF actifs (surtout ESG) en fin d'année²³¹ (contre 5,2 pour PIMCO et 3,7 pour Fidelity). ARK Invest a, pour sa part, acquis Rize ETF Ltd fin 2023 pour étendre en Europe (Royaume-Uni compris) son offre d'ETF actifs thématiques centrés sur l'"innovation disruptive"²³². La France, suite à l'abrogation²³³ de la règle qui n'autorisait que les ETF passifs ou algorithmiques (i.e. dont la stratégie d'investissement est systématique, sans part de jugement de la part du gérant), et permet aussi la cotation d'ETF actifs et n'échappe donc pas à la tendance européenne²³⁴. Des acteurs français se sont du reste également positionnés sur ce segment.

Graphique 116 : Encours mondiaux d'ETF actifs
(milliards de dollars)



Source : Trackinsight

Graphique 117 : Encours européens d'ETF actifs
(milliards d'euros)



Source : Morningstar.

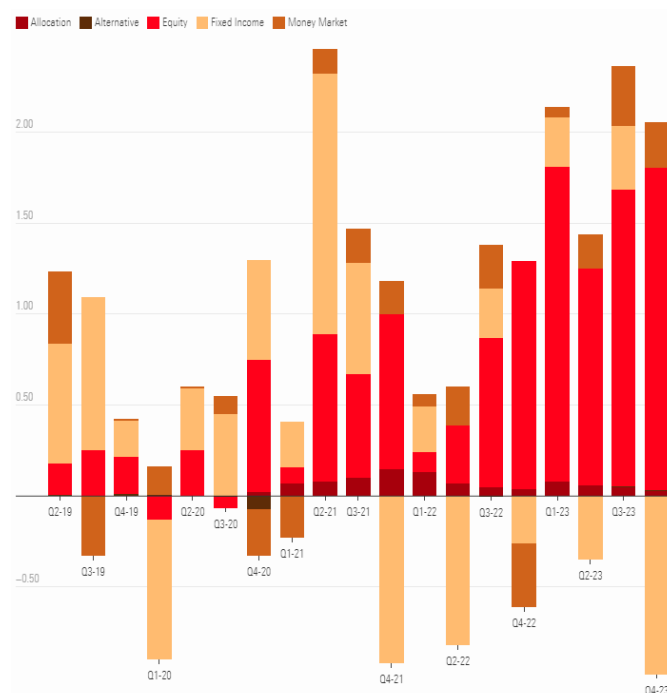
²³¹ Source : Trackinsight (2024); Global ETF Survey.

²³² Cf. discussion des risques posés par ce type d'ETF par les cartographies des marchés et des risques [2021](#) (Encadré 6) et [2022](#) (section 3.8.3) et volatilité extrême des performances des fonds d'Ark Invest due aux concentrations des expositions. Selon Morningstar, ARK Invest "a fait perdre 14,3 milliards de dollars en 10 ans aux investisseurs" ("15 funds that destroyed the most wealth over the past decade"; 02/02/24).

²³³ Suite à l'homologation du décret du 29/02/24 et du Règlement général de l'AMF le 28/03/24 permettant de coter des ETF actifs sur Euronext Paris. La composition du portefeuille des ETF actifs doit être publiée au moins une fois par mois, avec un retard ne pouvant excéder un mois. À ce jour, la totalité des 17 ETF actifs cotés sur Euronext est cotée à Amsterdam.

²³⁴ Les investisseurs ayant, selon l'industrie, une forte préférence nationale pour le lieu de cotation, certains acteurs annoncent une offre d'ETF actifs en France (cf. "Cotation des ETF actifs à Paris – le verrou du Code monétaire et financier saute"; Boursorama ; 07/03/24).

Graphique 118 : Flux de collecte des ETF actifs en Europe (milliards d'euros)



3.8.4. ... et par celui d'ETP Bitcoin

L'admission à la négociation par la SEC d'ETP Bitcoin au comptant facilite, aux États-Unis, depuis janvier 2024, l'accès des investisseurs – notamment particuliers – aux crypto-actifs. Elle a été suivie d'une vague spéculative sur cette classe d'actifs – à tout le moins d'une hausse rapide, continue et prolongée des cours – jusqu'à mars 2024 (cf. Chapitre 2), et a suscité des craintes, notamment pour l'intégrité des marchés²³⁵.

L'encours mondial des ETP Bitcoin était de 57,4 milliards de dollars au 29 mai 2024 (Graphique 119). En Europe, contrastant avec les enquêtes indiquant une détention très large de crypto-actifs par les particuliers (cf. Chapitre 4), et malgré les importantes limites de l'information disponible, le nombre d'ETP (quelques dizaines, domiciliés en majorité en Irlande et au Liechtenstein) et les encours gérés à ce titre (quelques milliards) semblent rester, à ce stade, limités. En outre, les fonds d'investissement restent très minoritaires en leur sein. Euronext, pour sa part cote 13 ETP dont le nom contient "Bitcoin". Deux sont des ETF, le reste étant des ETN, pour un encours cumulé de 2,3 milliards d'euros (cinq ETN cumulent 2,1 milliards d'encours)²³⁶. Si le nom de quatre de ces ETN fait explicitement référence au "Physical Bitcoin", la mesure dans laquelle la stratégie des 2 ETF repose sur la recherche d'une corrélation avec la valeur de la crypto-monnaie resterait à établir²³⁷. La Commission européenne a mandaté l'ESMA²³⁸ pour rédiger un avis technique sur la directive des actifs éligibles des fonds OPCVM. Cet exercice pourrait couvrir également les crypto-actifs.

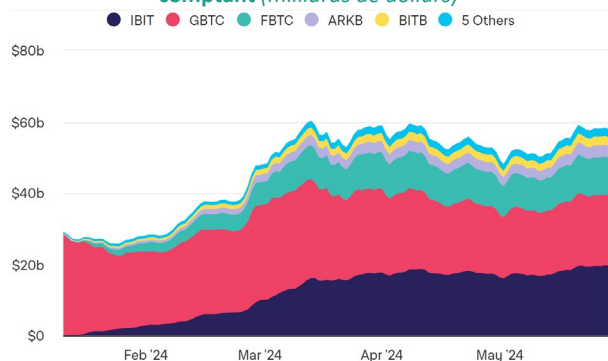
²³⁵ Cf. Bindseil et Schaaf (2024); ETF approval for bitcoin – the naked emperor's new clothes.

²³⁶ Au 19/02/24. 12 des 13 ETP sont cotés à Paris et à Amsterdam. Les 2 ETF sont le Jacobi FT Wilshire Bitcoin ETF, coté en dollars et domicilié à Guernesey, et le Melanion Bitcoin Equities UCITS ETF.

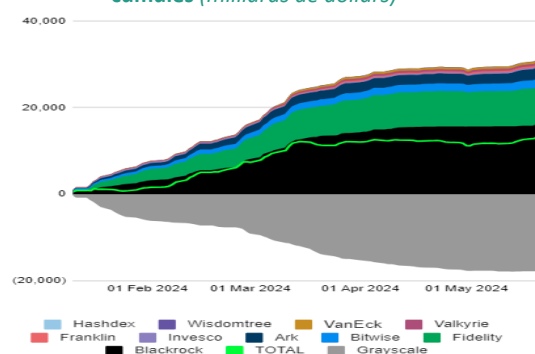
²³⁷ Une analyse des corrélations des crypto-actifs menée au Chapitre 2.

²³⁸ [Formal request to ESMA for technical advice on the review of Directive 2007/16/EC on UCITS eligible assets](#); EU COM; 06/06/23.

Graphique 119 : Encours mondial d'ETP Bitcoin* au comptant (milliards de dollars)



Graphique 120 : ETP Bitcoin* au comptant : flux de collecte cumulés (milliards de dollars)



Source : The Block, TrackInsight. Notes : i) Titre de Trackinsight: "Spot bitcoin ETF AUM". ii) L'ETP Grayscale Bitcoin Trust (GBTC), à la différence des autres ETP, réplique la performance du Bitcoin à l'aide de contrats futures. Il concentrait la totalité des encours des ETP avant l'autorisation par la SEC des ETP de réplication physique.

BlackRock (IBIT), Fidelity (FBTC), Ark Invest/ 21Shares (ARKB), Bitwise (BITB), Franklin (EZBC), Invesco/Galaxy (BTCO), VanEck (HODL), Valkyrie (BRRR), WisdomTree (BTCW) and Hashdex (DEFI).



4 ÉPARGNE DES MÉNAGES

SYNTHÈSE

Le rebond du taux d'épargne des ménages français en 2023 a traduit une volonté de reconstitution d'encaisses (de liquidités) au terme d'une phase d'érosion des rendements réels sous l'effet de l'inflation. Son caractère généralisé en Europe et la persistance d'un taux d'épargne élevé reflètent probablement aussi des motifs de précaution. La concentration de l'épargne sur certains ménages, surtout les plus aisés, masque l'hétérogénéité des performances et certaines contraintes sur la capacité d'épargne des moins aisés.

L'évolution prononcée de l'allocation de l'épargne prolonge celle de 2022 (réduction des dépôts), et reflète une recherche de rendement qui pourrait annoncer des prises de risque accrues, à un moment du cycle où l'opportunité de s'exposer aux actifs risqués doit être questionnée. Les épargnants rencontrent une offre de produits en évolution rapide, riche en innovations et ouvrant l'accès à des classes d'actifs illiquides, soutenue par des politiques publiques européennes et nationales orientant les financements vers des besoins spécifiques (transition, compétitivité). L'assurance-vie maintient à cet égard sa place de premier rang dans le patrimoine financier des ménages, et poursuit sa substitution des unités de compte – faisant porter un risque de marché aux ménages – aux contrats en euros – dont la performance est garantie. Le développement de l'épargne salariale contribue également à accroître les expositions des ménages aux performances des marchés. Le développement des cryptos-actifs se confirme : 9% des Français en détiennent aujourd'hui, soit davantage que des actions cotées aujourd'hui (7%).

Dans ce contexte, quelques observations spécifiques sont faites. Le regain de l'investissement et/ou la négociation en bourse des particuliers semble confirmé, notamment par une tendance récente favorable aux ETF. Cette tendance accroît la part de marché des *néo-brokers*, en particulier auprès des populations jeunes, avec de nouveaux risques, notamment de *gamification*.

L'usage de l'intelligence artificielle (IA) pour investir, concerne par ailleurs les particuliers à de multiples niveaux : directement, par exemple via le recours à des applications d'IA largement distribuées (de type ChatGPT) ou aux *robo-advisors* (conseillers en investissement virtuels) ; indirectement, par l'usage qu'en font les prestataires en services d'investissement (PSI) pour leur compte. Cette tendance pourrait contribuer à offrir aux particuliers l'accès à davantage d'offres, mais s'accompagne aussi de risques nouveaux, notamment liés aux biais, à l'opacité, et à l'accroissement du risque d'arnaque (15% des Français disent avoir été victimes d'une arnaque financière, 35% chez les jeunes de moins de 35 ans²³⁹).

On observe enfin la poursuite du développement d'une offre de produits complexes et "de *trading*". En particulier, on constate l'apparition et l'essor de la négociation par les particuliers d'options à très court terme, les *zero days trading options* (ODTE), des produits qui ont probablement des incidences sur le fonctionnement et les risques de marché et dont la maîtrise par les particuliers reste délicate et complexe.

Bien que les particuliers aient en principe globalement conscience des risques associés à leur investissement en crypto-actifs, les réclamations et les litiges – invoquant en général des arnaques - liés aux crypto-actifs constatés par l'AMF s'inscrivent en nette hausse. Par ailleurs, compte tenu de la sensibilité des nouveaux investisseurs aux informations véhiculées par les réseaux sociaux, de nouvelles dispositions ont été adoptées en 2023 en France pour encadrer l'activité des « fininfluenceurs ».

4.1. CADRAGE MACRO-FINANCIER

4.1.1. Un rebond du taux d'épargne des ménages français en 2023

Le taux d'épargne des ménages français, de 17,5 % au T4 2023, reste, avec celui des ménages allemands (20,4%), parmi les plus hauts d'Europe. Ce niveau est moins élevé en Espagne (13,1 %) et surtout en Italie (8,9 %) (Graphique 122) où il se situe sous son niveau d'avant Covid. Pour autant, quoiqu'en retrait des pics observés durant la pandémie, il est généralement orienté à la hausse depuis la mi-2022²⁴⁰. L'épargne financière des ménages a suivi une évolution similaire²⁴¹ (Graphique 121).

²³⁹ [Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement](#), AMF, décembre 2023

²⁴⁰ Certains prévisionnistes prédisent toutefois une baisse du taux d'épargne à moyen terme à l'instar de Stott A. (2024) ; Euro Area — Understanding consumer prudence ; Goldman Sachs European Economics Analyst 23/04/24.

²⁴¹ L'épargne financière soustraite à l'épargne totale l'épargne non financière (e.g. achats immobiliers) nette des remboursements de crédit.

□ Un poids prédominant des ménages aux revenus élevés dans l'agrégat d'épargne

Le poids des ménages aux revenus élevés est prédominant dans l'agrégat d'épargne. Par exemple, le premier décile par niveau de revenu concentre à lui seul 56 % du patrimoine financier. Il en résulte que l'écart à la moyenne du taux d'épargne de cette catégorie de ménages est faible. Et l'agrégat d'épargne est peu affecté par les contraintes sur la capacité d'épargne des ménages aux revenus les moins élevés, dont le taux d'épargne est pourtant très bas : de respectivement 3 % et 5 % pour les ménages des deux quintiles de revenus les plus bas. Ajoutons que l'allocation de l'épargne des déciles de revenu supérieurs traduit une capacité à prendre des risques (p. ex. investir en actions) assurant un meilleur rendement de l'épargne des ménages (Encadré 1). On observe par ailleurs aussi des disparités importantes du taux d'épargne selon d'autres critères sociaux-démographiques²⁴². Par exemple, les jeunes affichent (logiquement) des taux d'épargne inférieurs à leurs aînés (Tableau 6 et Tableau 7)²⁴³. Cependant, contrairement à l'hypothèse de cycle de vie, qui prévoit un comportement de désépargne à la retraite, les personnes âgées et les retraités affichent les taux d'épargne les plus élevés, et concentrent aussi fortement les encours²⁴⁴. D'un point de vue plus subjectif, les ménages considèrent aujourd'hui leur capacité d'épargne comme faible, à l'image de l'opinion qu'ils ont de leur situation financière personnelle (Graphique 123).

Taux d'épargne des ménages français

Tableau 6 : par niveau de revenu

Premier quintile	3 %
Deuxième quintile	5 %
Troisième quintile	10 %
Quatrième quintile	11 %
Cinquième quintile	28 %

Sources : INSEE, AMF, Natixis.

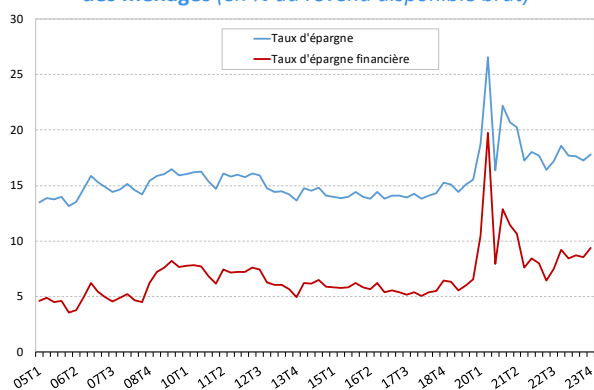
Tableau 7 : par âge

Moins de 30 ans	8 %
30-39 ans	9 %
40-49 ans	11 %
50-59 ans	18 %
60-69 ans	18 %
70 ans et plus	25 %

Sources : INSEE, AMF, Natixis.

L'épargne des ménages procède d'un équilibre entre de multiples facteurs. Parmi les motifs propres à soutenir l'effort d'épargne, on en identifie deux en particulier : un motif générique de précaution et un motif plus opportuniste de (re)constitution d'encaissements, qui dépend avant tout de l'impact de l'inflation et de l'évolution des taux d'intérêts directs sur le rendement réel des placements.

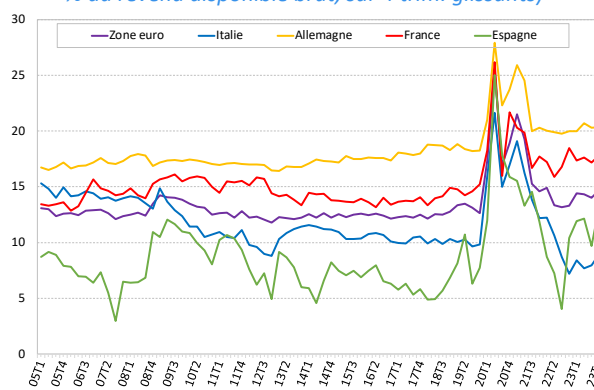
Graphique 121 : Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages (en % du revenu disponible brut)



Source : Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Note : Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (EI et ISBLM) ;

Graphique 122 : Taux d'épargne des ménages par pays (en % du revenu disponible brut, sur 4 trim. glissants)



Source : Comptes nationaux.

Note : Entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages incluses.

²⁴² NB : la mesure dans laquelle l'analyse de l'épargne par critère socio-démographique se transpose à ses 2 composantes : épargne financière (hors investissement immobilier) et épargne logement (ou investissement immobilier, Graphique 121), resterait à évaluer.

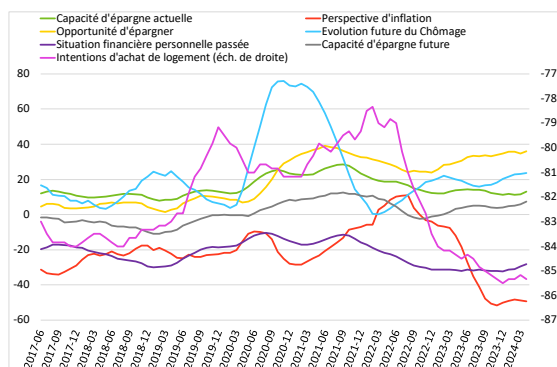
²⁴³ Artus, P. (2023). L'épargne des français : concentrée sur hauts revenus, indépendants et professions libérales, ce qui est normal, et sur les personnes âgées, ce qui surprend. Natixis montre aussi le niveau élevé de l'épargne de certaines catégories socio-professionnelles, en particulier le taux d'épargne de 35 % des "Artisans, commerçants, chefs d'entreprise et professions libérales".

²⁴⁴ Cette observation réitère au demeurant le besoin d'une protection adéquate de ces investisseurs potentiellement vulnérables.

□ Des motifs conjoncturels liés notamment à l'épisode inflationniste...

Les effets de l'inflation – et symétriquement de la désinflation – sur l'épargne peuvent être ambivalents selon que l'épargne vise à compenser l'érosion des rendements (nominaux ou réels) des placements financiers, ou que la part du revenu dédiée à la consommation est accrue par anticipation de hausses des prix (fuite devant la monnaie). Le premier facteur semble avoir clairement dominé durant la phase d'inflation récente²⁴⁵, au cours de laquelle le taux d'épargne est resté élevé. Pour autant, la désinflation ne devrait pas avoir un effet symétrique de réduction de l'épargne : bien que les anticipations d'inflation soient au plus bas, l'opportunité d'épargner est jugée élevée, encore proche des pics de la crise du Covid (Graphique 122). Notons qu'après la période de taux bas, l'érosion par l'inflation des rendements de l'épargne souligne également l'impact des frais prélevés par les intermédiaires financiers, notamment lorsqu'ils sont peu visibles et/ou peu compris par les épargnants²⁴⁶.

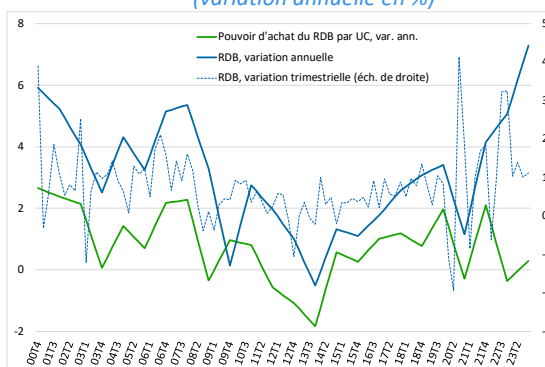
Graphique 123 : Enquête de conjoncture auprès des ménages



Source : Enquête de conjoncture (INSEE), calculs AMF.

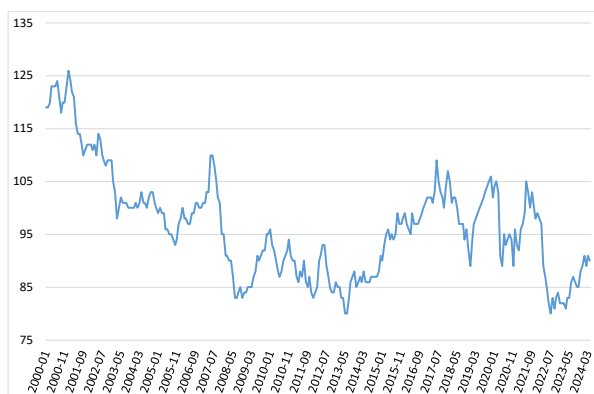
Note : Moyennes mobiles sur 6 mois des soldes d'opinions (différence entre pourcentages de réponses positives et négatives).

Graphique 124 : Revenu disponible et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation (variation annuelle en %)



Source : INSEE, calculs AMF.

Graphique 125 : Confiance des ménages



Source : INSEE, enquête de conjoncture. Note : Mesure par analyse factorielle (composante commune) de 8 soldes d'opinion : niveau de vie et situation financière personnelle passées et futures, capacité d'épargne actuelle et future, chômage, opportunité de faire des achats importants. Une opinion positive accroît l'indicateur

²⁴⁵ Ce point de vue est soutenu par le [Rapport sur l'épargne réglementée 2022](#). Banque de France (2022).

²⁴⁶ L'AMF a publié en octobre 2023 un [Glossaire des frais des placements financiers \(hors assurance-vie\)](#) et une étude analysant les frais de gestion associés à la détention de fonds d'investissement (cf Encadré 1).

Encadré 14 : Performance de l'épargne financière des ménages par niveau de patrimoine financier

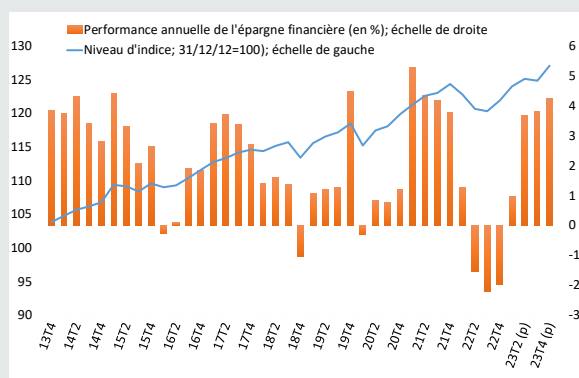
L'Observatoire de l'épargne européenne (OEE) et l'Association française de la gestion financière (AFG) ont développé²⁴⁷ un indice de performance de l'épargne financière des ménages qui a pour objet, sur la base de données publiques (Banque de France) et professionnelles (France Assureurs), de calculer la performance effective de l'épargne des ménages en tenant compte de la déformation annuelle de la structure de leur patrimoine financier au cours du temps et des frais de gestion de l'épargne.

Le croisement des sources utilisées affine la mesure de performance de l'épargne financière des ménages, notamment en tenant compte de l'évolution des allocations entre actifs risqués (p. ex. actions, fonds d'investissements) et non risqués (livrets, etc.). Les données disponibles ne permettent toutefois pas de distinguer les unités de compte (UC) des contrats en euros au sein des produits d'assurance-vie (ce qui exige de faire des hypothèses), et la mesure de l'impact des frais sur la performance est perfectible. Les données disponibles permettent aussi un examen éclairant du rendement de l'épargne par niveau de patrimoine financier (mais pas par catégorie d'âge, ou par sexe).

La performance annuelle de l'épargne nette de frais atteint 4,2 % en 2023, avec une contribution de 2,5 % des produits actions et de 1,7 % des produits obligataires. Sur 10 ans la performance nominale annuelle est de 4,4 %. Les produits actions, soit environ 20 % du patrimoine financier, ont contribué pour 44 % à cette performance. La variabilité prononcée des performances annuelles est largement attribuable à l'exposition aux actions (la performance réelle de l'épargne financière des ménages a, par exemple, été négative en 2018 et 2022).

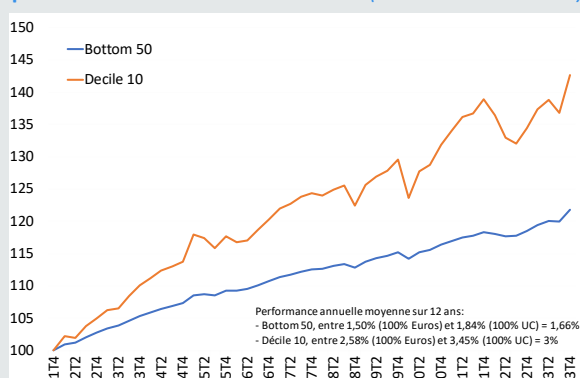
L'examen par décile de patrimoine financier (Graphique 127) compare les 5 déciles inférieurs de patrimoine financier (le *Bottom 50 %* noté B50), qui représentent 9 % du total du patrimoine financier des ménages au premier décile (D10) qui en totalise 56 %. Sur la période considérée, la performance du B50 sur 12 ans (de 2011 à 2023) est de 1,50 % par an en nominal, et négative en termes réels. Beaucoup plus variable, celle du D10 est comprise dans une fourchette de 2,58 % (hypothèse d'allocation de la totalité de l'assurance-vie aux contrats en euros) et 3,45 % (allocation aux UC).

Graphique 126 : Indice de performance de l'épargne financière des ménages (base 100 en T4 2011)



Source : Banque de France, France Assureurs, calculs IEM Finance.

Graphique 127 : Indice de performance de l'épargne financière des ménages : 10 % des ménages au patrimoine financier le plus élevé (D10) vs. 50 % des ménages au patrimoine financier le moins élevé (base 100 en T4 2011)



□ ... et des motifs plus structurels de précaution qui semblent prévaloir

Le motif de précaution reflète la volonté de se prémunir contre les risques sur les revenus et le pouvoir d'achat, et de constituer une épargne longue, notamment en vue de la retraite. La faible croissance de l'économie et du pouvoir d'achat des ménages se double ici d'une variabilité trimestrielle des revenus depuis la crise du Covid (Graphique 124), et de facteurs d'incertitude géopolitique de nature à renforcer l'épargne de précaution. Ceci est renforcé par un motif d'épargne visant à compenser (par "équivalence ricardienne"²⁴⁸) les hausses d'impôts anticipées en raison de l'évolution des finances publiques (déficit de l'État élevé et hausse de l'endettement public). S'y ajoutent enfin, des anticipations favorables à l'épargne²⁴⁹ : en France, la forte baisse du taux de

²⁴⁷ Cf. OEE/AFG (Mars 2024). [Mesure de la Performance de l'Épargne Financière des Ménages](#).

²⁴⁸ Cf. Y. Tampereau (2024). Épargne des ménages, placements financiers-De nouveaux équilibres en 2023, avant de nouvelles tendances à moyen terme. Caisse des Dépôts et Consignations (Février 2024).

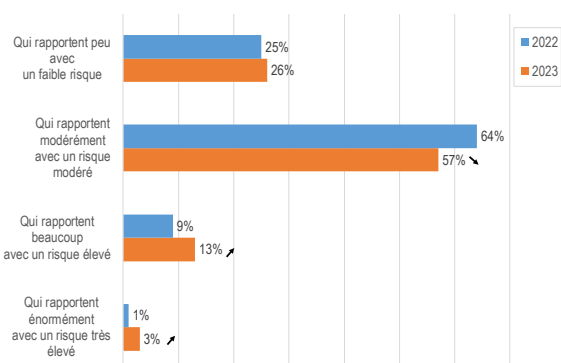
²⁴⁹ Colarieti R., P. Mei, S. Stantcheva (2024). The how and why of household reactions to income shocks. NBER Working Paper 32191 confirme la capacité des données d'enquête à prédire le comportement effectif des ménages,

chômage à 7,5 % (de 2023 T4 à 2024 T1), reflétée par l'opinion sur le taux de chômage futur ; la capacité d'épargne future jugée en hausse. Le motif de précaution reste donc une explication plausible du haut niveau d'épargne et le faible niveau de confiance des ménages actuel (Graphique 125) pourrait le faire perdurer.

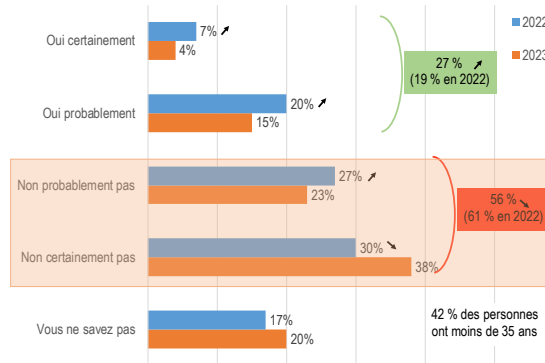
4.1.2. Une évolution significative de l'allocation de l'épargne en 2023

L'allocation de l'épargne des ménages doit trouver un équilibre délicat entre recherche de rendement réel à long terme – les ménages auraient structurellement intérêt à investir moins en actifs sûrs et plus en actifs risqués, plus rémunérateurs²⁵⁰ – et prise en compte adéquate des objectifs de l'épargnant, notamment ses besoins de liquidité et son appétence au risque, comme des différents risques : risques économiques (e.g. de défaut des entreprises, voire de récession), financiers (incertitude autour des anticipations d'inflation et de taux d'intérêt), conjoncturels (p. ex. sur les niveaux de valorisation des actifs, cf. Chapitre 1, 1.1.2) et autres (géopolitiques, etc.). De fait, différents indicateurs (absence de volatilité, enquêtes d'opinion, *trading* des particuliers, essor de nouveaux produits risqués) semblent signaler que les risques sont perçus comme assez bénins. Le Baromètre de l'épargne et de l'investissement publié par l'AMF en décembre 2023 confirme, par ailleurs, un regain d'appétence pour les placements risqués et les actions, même s'il reste limité : 16 % des investisseurs ont déclaré s'orienter vers des placements à risque élevé ou très élevé contre 10 % en 2022. De même, 27 % des personnes interrogées (investisseurs ou non) ont déclaré une intention de souscription de placements en actions, contre 19 % en 2022 (Graphique 128). Il est intéressant de noter que cette intention monte à 42 % pour les investisseurs les plus jeunes (Graphique 129).

Graphique 128 : Appétence au risque des investisseurs particuliers français



Graphique 129 : Intention de souscription de placements en actions



Source : [Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement, décembre 2023](#)

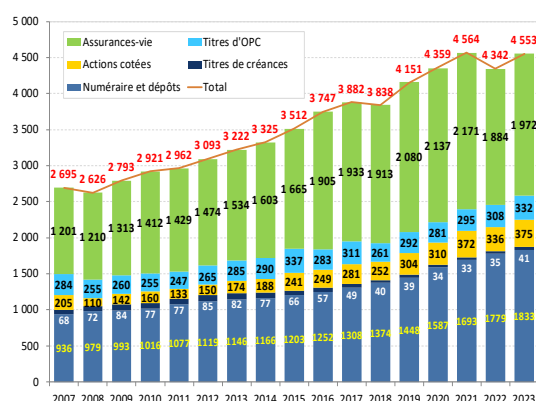
Plusieurs facteurs, en 2023, ont affecté l'importance et la nature des placements des ménages. La résorption du choc inflationniste a progressivement permis de reconstituer les rendements de l'épargne (Tableau 8) à la suite de la hausse des taux directeurs, dans des marchés orientés à la hausse. Par ailleurs, l'investissement immobilier et le recours au crédit ont diminué²⁵¹. La baisse du patrimoine financier des ménages français, de 222 milliards en 2022, a ainsi été compensée par une hausse de 210,9 milliards en 2023 (+4,6 %, Graphique 130). Comme indiqué en Encadré 14, cette évolution n'a toutefois pas affecté les ménages de façon homogène, la structure de l'épargne financière variant fortement avec le montant du patrimoine financier (Graphique 131).

²⁵⁰ Cet argument est mis en avant par l'industrie financière, e.g. à l'instar de l'Association française de la gestion financière (2020) ; [Préparer l'avenir des épargnants : Propositions et recommandations de l'industrie de la gestion d'actifs](#) et AFG (2017). [La nouvelle révolution industrielle de la gestion d'actifs au service de l'épargnant](#). Dans la sphère publique, la [Déclaration du Conseil des gouverneurs de la BCE sur les progrès vers l'Union des marchés de capitaux](#) illustre le souhait de réduire les freins à l'investissement individuel en actions. La recherche académique (e.g. Dahlquist M., O. Setty, R. Vestman (2018). On the asset allocation of a default pension fund, Journal of Finance 73-4, 1893-1936) semble conclure de façon moins catégorique.

²⁵¹ NB : la réduction du recours au crédit des ménages a des effets directs (à la baisse) sur leurs placements, les crédits contractés par les acheteurs de biens immobiliers induisant notamment des flux (positifs) de placement de ceux qui les vendent (cf. e.g. Ponton C. (2023). [Pourquoi le retournement à l'œuvre du crédit devrait peser sur les flux de placements des ménages ?](#). Rebond – La Banque Postale, 17/07/23).

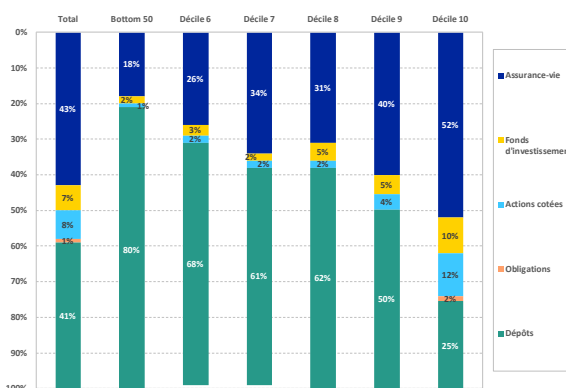
Pour autant, le flux de placements s'est contracté à 83,3 milliards d'euros, soit pratiquement sa moyenne de long terme d'avant Covid (de 82,9 milliards sur la période 1999-2019) (Graphique 132), sous l'effet d'une moindre allocation aux dépôt bancaires et d'un désinvestissement des actions détenues en direct (12 milliards). Les placements restent par ailleurs en ligne avec l'année précédente : orientés avant tout vers l'assurance-vie, bien que les montants soient en baisse (30 milliards en 2023 contre 36 milliards en 2022), et positifs en titres de dette (5 milliards) (Graphique 132). De façon générale, l'allocation d'actifs financiers des ménages, confirme que le poids des placements mobilisables est historiquement élevé en 2023, mais aussi la préférence observée depuis 2022 à favoriser des véhicules plus rémunérateurs, signalant une sensibilité plus marquée de l'investissement financier au rendement des actifs.

Graphique 130 : Patrimoine financier net des ménages (milliards d'euros)



Source : Banque de France, comptes nationaux, base 2010, AMF. Note : Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif à leur service.

Graphique 131 : Structure du patrimoine financier des ménages par niveau de patrimoine financier (% , 2023)

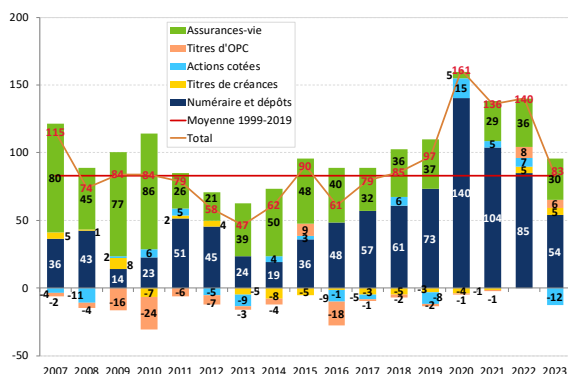


Source : Banque de France, calculs IEM Finance. NB : Le décile de plus gros patrimoines financiers représente 56 % du patrimoine financier total ; les 5 déciles inférieurs en détiennent 9 %.

L'importance des dépôts reste une caractéristique principale de l'épargne des Français : le poste "Numéraire et dépôts" représentait 40,3 % de leur patrimoine financier en 2023. Cependant, ce ratio, en hausse quasi-continue depuis 2016, s'est inscrit en léger retrait par rapport à 2022 (41,0 %), et la structure de l'épargne évolue sensiblement. Si la crise du Covid avait accentué la préférence pour les dépôts bancaires, la phase d'inflation et de hausse des taux d'intérêt qui s'est ensuivie a réorienté l'épargne des ménages des dépôts à vue vers les comptes sur livret en 2022. Puis les placements en dépôts transférables, qui avaient crû jusqu'à 64 milliards en 2020, et décliné tout en restant positifs, ont fait place à d'importants retraits (-44 milliards) au profit de dépôts à terme (+65 milliards). Ces dépôts étaient en effet plus rémunérateurs depuis la hausse rapide des taux directeurs des banques centrales en 2023. Parallèlement, concernant les actifs risqués, on note un léger regain des placements en titres de dettes (respectivement 4,7 en 2022 et 5,3 milliards en 2023), là où l'on voyait des retraits depuis 2007. Mais le regain d'intérêt pour les actions cotées, observé durant le Covid, ne s'est pas confirmé : la correction des marchés en 2022 a été suivie d'une décollecte²⁵².

²⁵² On peut s'interroger sur le caractère procyclique des allocations. Aux États-Unis, Gabaix X., R. Koijen, F. Mainardi, S. Oh, M. Yogo (2024). Asset demand of U.S. households. NBER Working Paper 32001 mesure l'ajustement des portefeuilles des ménages aux variations de prix des actions. L'effet bénin au niveau agrégé – une hausse de 10 % des actions induit un flux de 0,1 % des portefeuilles vers les actions – masque en fait une contracyclité marquée des ménages les plus riches (*Ultra High Net Worth*) contrebalance une procyclité significative de l'allocation des autres ménages. NB : l'importante allocation en actions de l'ensemble des ménages, y compris de faible revenu, via les plans d'épargne retraite, n'a pas d'équivalent en Europe.

Graphique 132 : Flux nets de placements financiers des ménages (milliards d'euros)



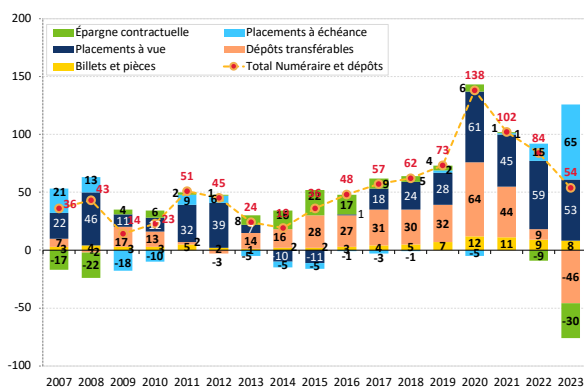
Source : Comptes financiers trimestriels.

Tableau 8 : Rémunération des dépôts et livrets des ménages français

	Encours (Md€)	Taux de rémunération			
	Mars-24 (p)	Mars- 23	Janv- 24	Fév- 24(r)	Mars- 24(p)
Dépôts bancaires (b)	3 128	1,38	1,88	1,87	1,88
dont Ménages	1 872	1,63	1,90	1,87	1,89
dont : - dépôts à vue	549	0,03	0,07	0,07	0,07
- comptes à terme ≤2 ans (c)	80	2,48	3,57	3,61	3,63
- comptes à terme >2 ans (c)	91	1,16	2,00	2,06	2,18
- livrets à taux réglementés (d)	684	3,22	3,28	3,17	3,18
Dont : livret A	386	3,00	3,00	3,00	3,00
- livrets ordinaires	225	0,54	0,90	0,87	0,91

Source : Banque de France. Note : Les livrets à taux réglementé incluent le livret A, le livret bleu, le livret de développement durable, le compte épargne-logement, le livret jeunes et le livret d'épargne populaire.

Graphique 133 : Décomposition des flux de placements du poste "numéraire et dépôts" (flux annuels, mds EUR)



Source : Comptes financiers trimestriels.

Tableau 9 : Structure de l'investissement en fonds des assureurs français à fin 2023

	Branche non vie	Branche vie			Total général
		Contrats en euros	Unités de compte	Total	
Fonds actions	7,2	62,9	147,0	209,9	217,0
Fonds diversifiés	8,9	50,3	110,7	161,1	170,0
Fonds obligataires	12,1	73,2	47,9	121,0	133,2
Fonds monétaires	8,3	69,6	24,3	93,9	102,3
Immobilier	6,1	43,7	31,9	75,5	81,6
Private Equity	5,8	39,8	3,9	43,7	49,5
Hedge funds	0,7	1,9	5,3	7,2	7,9
Autres	2,9	29,0	18,0	47,0	49,9
Total	52,0	370,4	389,0	759,3	811,3

Source : Comptes financiers trimestriels.

□ Assurance-vie : collecte et performances positives stabilisent son poids dans le patrimoine financier

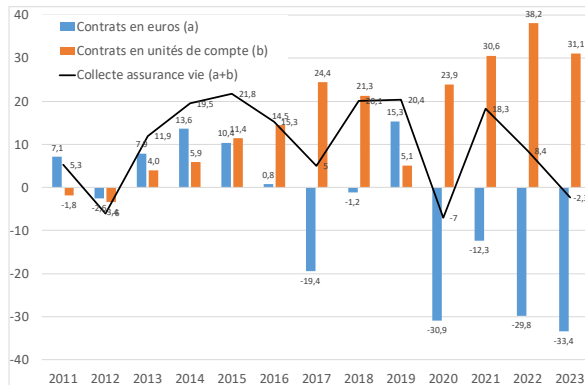
La collecte nette de l'assurance-vie en 2023 auprès des ménages a été de 30,3 milliards d'euros en 2023, en-deçà des 35,1 milliards collectés en moyenne annuelle sur la décennie écoulée (2013-2022) et des 35,7 milliards collectés en 2022²⁵³. Par ailleurs, l'évolution favorable des marchés a soutenu la performance des placements en 2023. Concernant les fonds euros (à capital garanti), plus largement investis en titres obligataires (Tableau 9), le taux d'intérêt servi est remonté, selon l'ACPR, à 2,6 % en 2023 après un plus bas historique de 1,1 % en 2021. Avec un risque porté par l'investisseur, le rendement des unités de compte (UC), dont 66 % de l'encours des fonds est exposé aux actions (fonds actions ou mixtes, Graphique 135), devrait, après la correction de 2022, avoir bénéficié de la hausse des marchés en 2023 – pour mémoire le CAC 40 dividendes réinvestis a crû de +20,0 %²⁵⁴. Pour autant, l'assurance-vie, avec 1 972 milliards d'euros d'encours fin 2023 (vs. 1 884 en 2022), a juste stabilisé sa part dans le patrimoine financier des ménages français à 43,3 % (vs. 43,4 % en 2022, au terme d'une phase de décroissance initiée en 2016). Le report des contrats en euros vers les UC (Graphique 134) a pour premier effet d'exposer les investisseurs au couple rendement-risque des actions, il a aussi pour effet de les exposer significativement (pour

²⁵³ Le périmètre large des comptes des ménages inclut l'épargne retraite (y compris collectée par les ORPS (Organismes de retraite professionnelle supplémentaire)) et les intérêts capitalisés des supports euros, contrairement à celui de l'ACPR, d'où l'écart observé entre les collectes nettes totales des Graphique 132 et Graphique 134. Carreira M., J-L. Coron, S. Jarrijon(2024). [Le marché de l'assurance-vie en 2023](#). ACPR Analyses et synthèses n°154 analyse aussi les flux bruts.

²⁵⁴ [France Assureurs](#) fait état de performances des unités de compte (UC) liées aux rendements boursiers, i.e. de -11,2 % en 2022 vs. +9,9 % en 2021, et d'une performance de 2,1% par an entre 2017 et 2022.

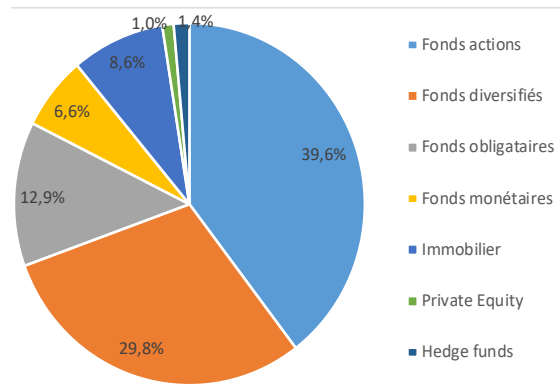
15,2 % de l'encours des UC) à des classes d'actifs alternatifs (8,2 % aux fonds immobiliers, 1,4 % aux *hedge funds*, 1,0 % aux fonds de *private equity* et 4,6 % à des fonds non alloués).

Graphique 134 : Collecte nette des unités de compte et contrats en euros (milliards d'euros)



Source : ACPR.

Graphique 135 : Structure du portefeuille des unités de compte des assureurs français à fin 2023



Source : ACPR, calculs AMF.

□ Épargne salariale : une progression modeste mais continue

Les dernières données disponibles de la DARES confirment la hausse tendancielle de la part des salariés du secteur privé couverts par au moins un dispositif d'épargne salariale, en l'occurrence à 52,9 % en 2021 (18,9 % dans les entreprises de moins de 50 salariés, Graphique 140)²⁵⁵. D'autres sources donnent des indications sur les évolutions plus récentes : selon l'AFG, par exemple, les dispositifs d'épargne en entreprise (épargne retraite et salariale) ont permis en 2023 à 12,5 millions de salariés bénéficiaires de placer les sommes issues de la participation et de l'intéressement (Graphique 139) et étaient déployés, dans 397 200 entreprises (+5 % sur un an, +48 % depuis 2012). Les données de l'AMF permettent de constater qu'à fin 2023, l'encours des dispositifs d'épargne salariale était de 177,2 milliards (182,2 à fin mars 2024), soit 3,9 % du patrimoine financier des ménages. La croissance de cet encours de +13,9 % en 2023 a résulté pour l'essentiel d'un effet performance largement attribuable (Graphique 137) aux expositions des salariés aux produits actions (actions de l'entreprise sponsor, fonds actions/diversifiés). De fait, 75 % des encours d'épargne salariale sont constitués de tels produits actions. On note une importance majoritaire en leur sein de la détention d'actions de l'entreprise sponsor (38 % des encours d'épargne salariale, Graphique 136). Cette part est toutefois décroissante : cette catégorie a enregistré une décollecte de 2,0 milliards entre début 2023 et mars 2024 (Graphique 137). Enfin, 15 % de l'épargne salariale est par ailleurs placée en fonds monétaires.

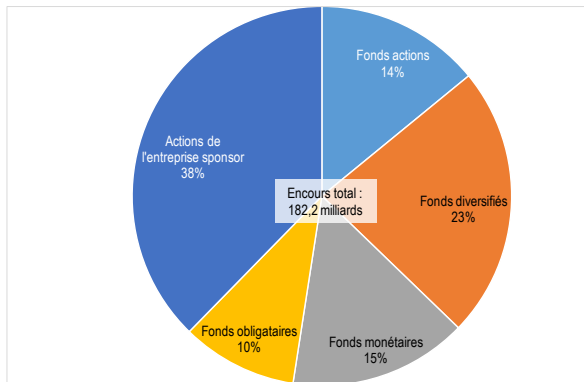
L'effet de collecte (net), faible sur l'année 2023 (+2,5 milliards selon l'AFG), a donc peu contribué à la croissance des encours, malgré une collecte (brute) de 20,2 milliards (+5,8 % par rapport à 2022) selon l'AFG, dont 12,3 milliards issus du versement des participations et intéressements. Ceci traduit l'importance des retraits des bénéficiaires, d'une part du fait de l'arrivée à maturité naturelle des placements, mais souvent aussi du fait des retraits consécutifs à des demandes de déblocage anticipé des fonds²⁵⁶, avant l'échéance prévue (5 ans pour les plans d'épargne en entreprise, la date de départ à la retraite pour les PER(E)CO). On note du reste ici que, du fait des conditions très strictes qui encadrent ces demandes qui doivent rester exceptionnelles, les litiges survenant

²⁵⁵ La progression provient surtout des entreprises de moins de 50 salariés (TPE-PME), dont l'épargne salariale, souvent sous forme de plans d'entreprise, est depuis la loi PACTE de 2019, exonérée de forfait social. Plusieurs mesures récentes favorisent cette progression : la loi d'accélération et simplification de l'action publique (ASAP) de 2020 a permis de recourir à une décision unilatérale du chef d'entreprise s'il n'y a pas de représentant du personnel ; la loi du 29/11/23 introduit l'obligation, à partir du 01/01/25, pour les entreprises de 11 à 49 salariés réalisant un bénéfice net fiscal d'au moins 1 % du chiffre d'affaires pendant 3 ans (i.e. de 2022 à 2024), d'instaurer l'un des dispositifs de partage de la valeur suivants : participation ; intéressement ; abondement sur un plan d'épargne salariale (PEE, PEI, PERCO, PERCO-I, PERECO, PERECO-I) (NB : les PER obligatoires ne peuvent recevoir d'abondement) ; versement d'une prime de partage de la valeur (PPV).

²⁵⁶ Selon l'AFG, 35 % du volume des rachats sont imputables à des déblocages anticipés.

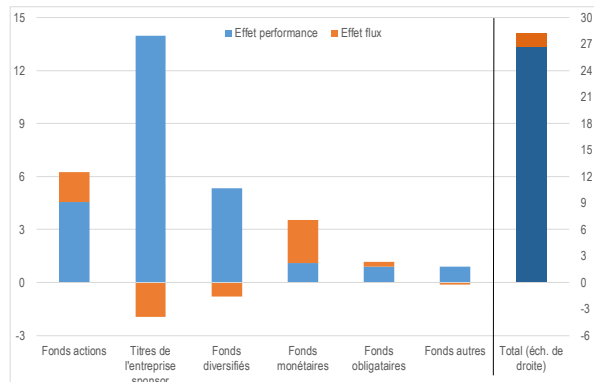
lors du déblocage anticipé de l'épargne salariale, dont le nombre a crû dernièrement, constituent (après le plan d'épargne en actions²⁵⁷) le second motif de recours à la médiation de l'AMF²⁵⁸.

Graphique 136 : Actif des fonds d'épargne salariale (FCPE) par type de support (à fin mars 2024)



Source : AMF.

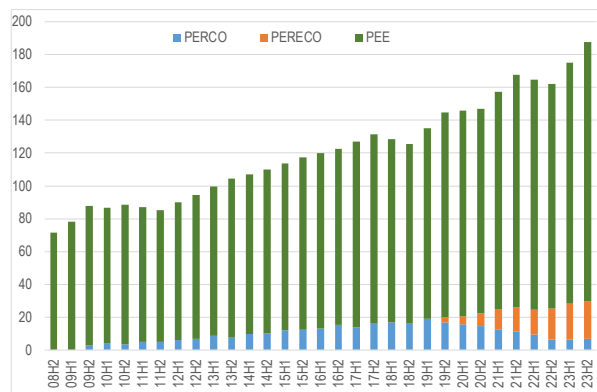
Graphique 137 : Décomposition de la variation d'actif net des FCPE (du 01/01/23 au 31/03/24, milliards d'euros)



Source : AMF.

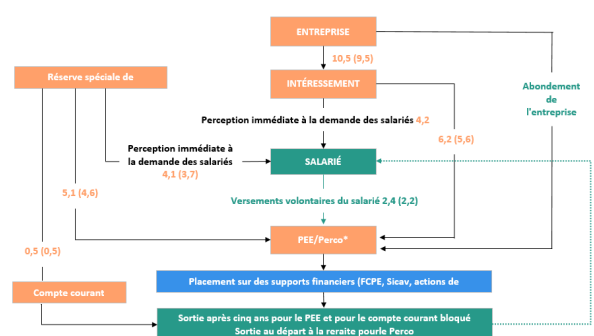
Plus généralement, d'importantes "fuites" hors des dispositifs d'épargne salariale – du fait d'une préférence pour la liquidité ou de besoins effectifs de trésorerie – semblent limiter la hausse des encours gérés : le schéma récapitulatif des flux (Graphique 139) souligne, par exemple, outre les montants élevés de retraits des plans, l'importance, en amont du dispositif, de la part de l'intéressement et participation dont les salariés demandent le paiement immédiat, et qui n'est donc pas versée sur les plans d'épargne salariale et retraite en entreprises.

Graphique 138 : Répartition des encours d'épargne en entreprises entre plans d'épargne salariale et d'épargne retraite (encours en milliards d'euros)



Source : AFG, AMF.

Graphique 139 : Flux de participation, d'intéressement et d'abondement sur les plans d'épargne salariale des entreprises de 10 salariés et plus (2021, milliards d'euros)

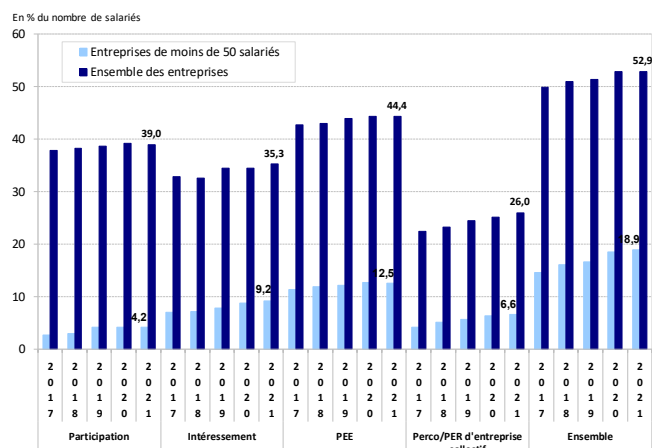


Source : Nguyen M. L. (2023)-L'épargne salariale en 2021-DARES, Résultats n°64, nov. Notes : les flux nets de CSG et de CRDS, entre parenthèses, s'élèvent à 9,7 % des montants bruts. Les entreprises versent 9,7 Mrds d'euros bruts de participation. 8,8 Mrds nets sont perçus par les salariés : 3,7 Mrds immédiatement à leur demande, 0,5 Mrd sur un compte courant bloqué et 4,6 Mrds sur un plan d'épargne. Les versements volontaires des salariés sur les plans d'épargne s'élèvent à 2,2 Mrds d'euros nets.

²⁵⁷ Dans une majorité des cas, les réclamations portent sur les délais de transfert du PEA entre deux établissements gestionnaires.

²⁵⁸ En particulier, chaque motif exceptionnel de déblocage anticipé (c'est-à-dire événement majeur de la vie : mariage, 3^e enfant, perte d'emploi, décès, invalidité, surendettement – ou acquisition ou rénovation de la résidence principale) ne peut être invoqué, preuve à l'appui, qu'une fois, tout versement ultérieur exigeant un second motif. D'autres problématiques émergent, comme les difficultés de transfert entre dispositifs d'épargne retraite, tels qu'autorisés par la loi PACTE de 2019. Cf. [Rapport 2023 du médiateur de l'AMF](#).

Graphique 140 : Part des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne salariale entre 2017 et 2021 (%)



Sources : Dares, enquêtes Acemo-Pipa et Acemo-TPE. Note : Lecture : en 2021, 52,9 % des salariés du secteur privé non agricole sont couverts par au moins un dispositif de participation, d'intéressement ou un plan d'épargne salariale (18,9 % dans les entreprises de moins de 50 salariés). Champ : ensemble des entreprises privées hors agriculture, particuliers employeurs et activités extraterritoriales ; France hors Mayotte.

□ Des risques nouveaux liés notamment à l'évolution de l'offre

L'examen de l'épargne financière au niveau agrégé indique une recherche de rendement, en l'occurrence de placements plus rémunérateurs que l'épargne réglementée pour laquelle ils sont plafonnés. À ce niveau, elle ne révèle guère que pour l'assurance-vie de hausse marquée de l'exposition des ménages aux risques de marché. Pour autant, de multiples facteurs plus qualitatifs sont à l'œuvre, dont certains sont analysés dans les sections suivantes de ce chapitre, relatifs notamment à l'émergence d'une offre de marché renouvelée et innovante²⁵⁹, porteuse donc aussi de nouveaux risques. D'autres facteurs influant aussi sur l'allocation de l'épargne sont analysés par ailleurs, comme ceux relatifs aux frais induits par l'investissement financier (cf. Encadré 15). Enfin, les politiques publiques orientent l'épargne des ménages vers certains besoins de financement, (p. ex. liés à la transition énergétique, au développement de nouvelles technologies, ou d'entreprises petites/en croissance (PME-ETI), et peuvent exiger une adaptation des dispositifs de protection des épargnants.

Encadré 15 : Une évaluation des frais associés à l'investissement en fonds d'investissement de droit français

Les frais des produits financiers ne font pas l'objet d'un *reporting* réglementaire harmonisé au niveau européen, ni d'une collecte dédiée à l'échelle française. Les analyses réalisées sur le sujet portent donc généralement sur des informations non-exhaustives achetées auprès de fournisseurs commerciaux. Pour gagner en autonomie et améliorer la couverture du marché français, l'AMF a développé un outil informatique permettant d'extraire les tableaux de frais figurant dans les documents d'informations clés pour l'investisseur (DICI) qui lui sont transmis à chaque mise à jour et au moins une fois par an. Dans une étude récente²⁶⁰, ces données sont mises à profit pour décrire les frais des fonds français entre 2017 et 2022 et les mettre en regard des caractéristiques des fonds (classe d'actifs, style de gestion, labélisations ESG, clientèle visée, niveau de risque, etc.).

Outre la baisse des frais courants et des frais de sortie depuis 2017, l'étude confirme le moindre coût des fonds indiciels et institutionnels par rapport à leurs équivalents non indiciels ou non institutionnels (écart respectif de frais courants de l'ordre de 100 et 30 points de base). De même, les fonds d'épargne salariale apparaissent moins onéreux (50 points de base) que les fonds comparables hors plans d'épargne entreprise²⁶¹. Enfin, les fonds détenant un label ESG présentent des frais courants et des frais de sortie moins élevés que leurs équivalents non-labellisés (-15 pb)²⁶².

²⁵⁹ Cette innovation est caractérisée par l'extension de l'univers des placements à certains actifs moins voire peu liquides (immobilier, non coté, etc.) et plus complexes (au sens de l'Encadré 17), et une multiplication des critères de sélection des produits au-delà des catégories traditionnellement établies : investissement durable, ETF actifs, etc.

²⁶⁰ Darpeix E. (2024). Analyse des frais des fonds de droit français. Documents de travail de l'AMF. Mai.

²⁶¹ Confirmant ainsi les résultats de Darpeix E., N. Mosson (2019). [Frais et performance des fonds d'épargne salariale](#). Documents de travail de l'AMF, déc.

²⁶² Confortant les conclusions de Darpeix E., N. Mosson (2021). [Frais et performance des fonds commercialisés en France et intégrant une approche extra-financière entre 2012 et 2018](#). Documents de travail de l'AMF, Mai.

En revanche, il apparaît que les fonds distribués via des contrats d'assurance-vie en unités de compte sont plus chers (30 pb en termes de frais courants et 10 pb pour les frais d'entrée) que les fonds commercialisés par d'autres canaux.

L'outil mis au point par l'AMF permet d'améliorer la couverture du marché français, sans toutefois parvenir à l'exhaustivité (de nombreux documents réglementaires lui sont transmis dans un format non-exploitable). En outre, la vision fournie reste partielle dans la mesure où les frais de distribution et ceux correspondant aux enveloppes de détention (assurance-vie, plans d'épargne en action, d'épargne en entreprise, d'épargne retraite collectifs) ne sont pas connus de l'Autorité.

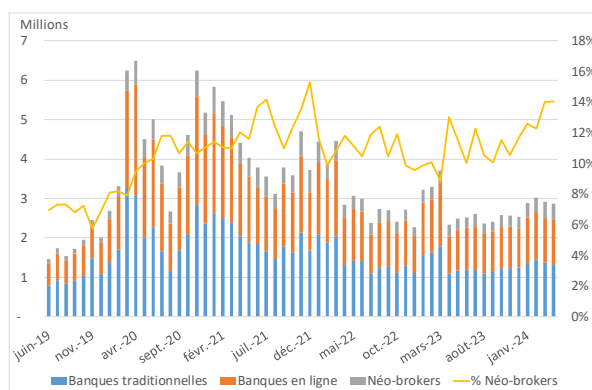
4.2. ACTIVITÉ DES INVESTISSEURS PARTICULIERS FRANÇAIS EN BOURSE

4.2.1. Un intérêt marqué des particuliers pour les ETF

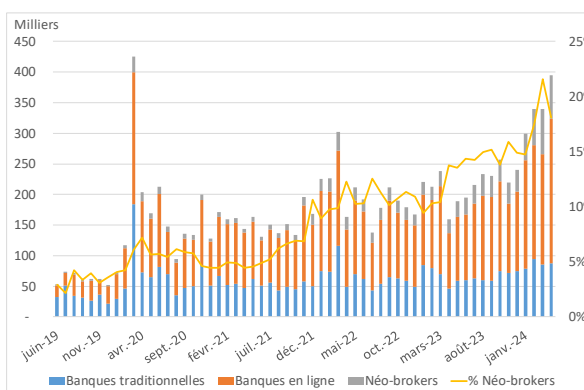
□ Une hausse du nombre de transactions des particuliers français et de la part de marché des néo-brokers

En dépit d'un pic à plus de 3 millions par mois début 2023, la négociation par les particuliers français d'actions relevant de la compétence de l'AMF fluctue depuis avril 2022 entre 2 et 2,6 millions de transactions mensuelles (Graphique 141). En 2024, ce nombre semble stabilisé à un niveau en retrait significatif des pics de 2020-2021 mais clairement au-dessus des moyennes observées auparavant. La dynamique est significativement différente pour les ETF, puisque le nombre de transactions mensuel a fortement augmenté, passant de 140 000 transactions en avril 2023 à presque 400 000 en avril 2024.

Graphique 141 : Nombre de transactions sur actions des particuliers français



Graphique 142 : Nombre de transactions sur ETF des particuliers français



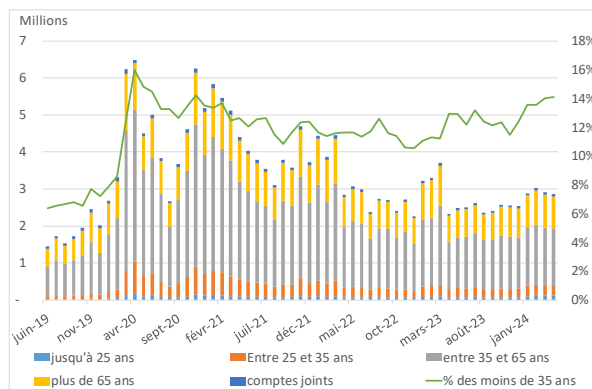
Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Les actions et les ETF sont deux segments (Graphique 141 et Graphique 142) sur lesquels se visualisent clairement la hausse de la part de marché des néo-brokers, qui renouvellent l'offre de services d'investissement (en ligne) aux particuliers, avec des frais de transaction souvent faibles (par exemple 1 € par ordre, voire des ordres gratuits)²⁶³. De fait, après une stabilisation en 2022, la part du nombre de transactions qu'ils exécutent s'est à nouveau inscrite en hausse à l'été 2023. Début 2024, 14 % des transactions sur actions des particuliers français leur étaient attribuables. Ce pourcentage est potentiellement sous-estimé car calculé pour les seuls titres de compétence française, là où les néo-brokers, à l'instar des autres intermédiaires purement en ligne, ont facilité la négociation sur des titres non-européens, notamment américains, sur lesquels le dispositif de déclaration des transactions à l'AMF ne donne aucune visibilité. La tendance est plus marquée encore pour les ETF dont 20 % du nombre de transactions était réalisé via des néo-brokers début 2024. Leur part de marché tend à rattraper celle des banques traditionnelles, en baisse, sur ce segment.

²⁶³ Cf. discussion de la définition et des activités des néo-brokers en section 4.4 de la [Cartographie des marchés et des risques 2022](#) de l'AMF. Il est cependant à noter que l'accord du Conseil avec le Parlement européen sur la révision de la directive MiFID de juin 2023 interdit la pratique du paiement pour les flux d'ordres (« payment for order flow », PFOF). La mesure prévoit néanmoins des exemptions temporaires (jusqu'à juin 2026) pour les entreprises d'investissement relevant de la juridiction d'États membres où la pratique existait déjà. Mais elles ne s'appliquent que pour les clients établis dans cet État. En conséquence, la pratique du PFOF, qui n'était pas utilisée par les entreprises d'investissement en France, ne sera plus appliquée pour les clients français. L'interdiction du PFOF devrait intervenir à partir du 29 septembre 2024.

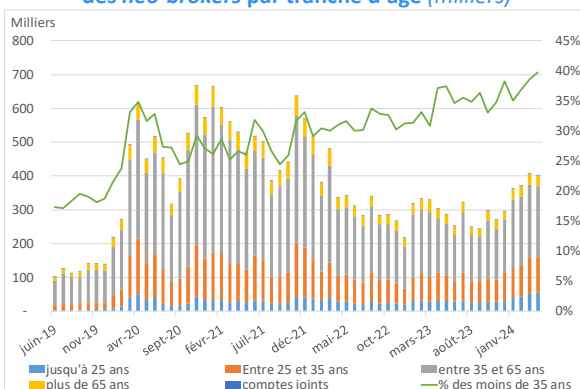
□ **Le rajeunissement des investisseurs : une tendance qui se confirme en 2024**

Graphique 143 : Nombre de transactions sur actions des particuliers français par tranche d'âge (millions)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Graphique 144 : Nombre de transactions sur actions exécutées par les particuliers français sur les plateformes des neo-brokers par tranche d'âge (milliers)

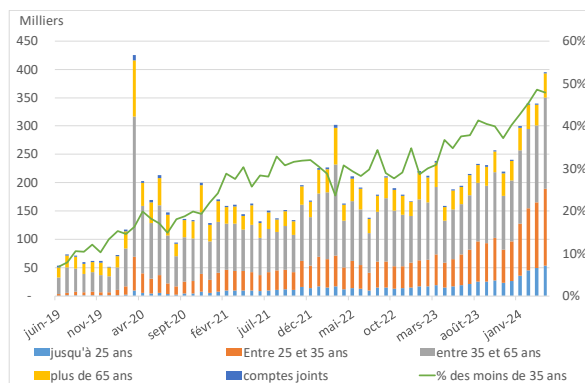


Alors que la part des transactions des jeunes investisseurs (moins de 35 ans) en actions était stable depuis le deuxième semestre 2021 entre 11 et 12 %, une nouvelle tendance haussière l'a portée à 14 % début 2024. Les moins de 35 ans sont à l'origine d'environ 400 000 transactions par mois depuis le début de l'année 2024. Ce nouvel élan est porté par les clients des néo-brokers, qui attirent structurellement des investisseurs plus jeunes. Environ 40 % des transactions y sont initiées par des investisseurs de moins de 35 ans début 2024, contre un peu plus de 30 % début 2023.

La jeunesse des investisseurs en ETF est plus prononcée encore : 48 % des échanges était réalisés par des investisseurs de moins de 35 ans en avril 2024 contre 19 % début 2023. Les néo-brokers jouent un rôle moteur à cet égard : début 2024, 65 % de leurs échanges sur ETF provenaient des plus jeunes. La part des transactions sur ETF des moins de 25 ans, négligeable avant 2021, a explosé à 15 % début 2024, et même à 25 % pour les clients de néo-brokers.

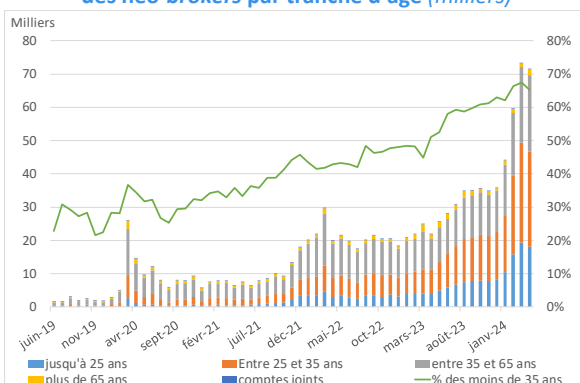
Le rajeunissement de la population des investisseurs va d'ailleurs de pair avec le renouvellement de la population des investisseurs. D'après une étude de l'OCDE pour l'AMF²⁶⁴, en 2023, 24 % de la population française de 18 ans et plus déclarait être détentrice d'au moins un produit d'investissement en bourse, en crypto-actifs ou dans le cadre d'un financement participatif. Parmi ces investisseurs, la moitié (12%) a commencé à investir en 2020 ou plus récemment.

Graphique 145 : Nombre de transactions sur ETF des particuliers français par tranche d'âge (millions)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Graphique 146 : Nombre de transactions sur ETF exécutées par les particuliers français sur les plateformes des néo-brokers par tranche d'âge (milliers)



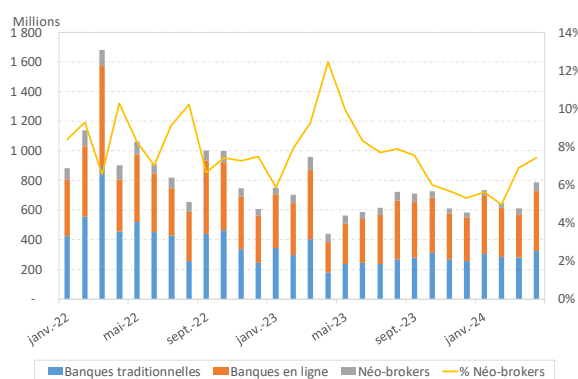
²⁶⁴ OCDE (2023). [Les nouveaux investisseurs en France : attitudes, connaissances et comportements](#). Cette étude a porté sur un large échantillon de plus de 8 000 personnes et a permis d'interroger plus de 2 000 investisseurs particuliers, dont plus d'un millier ayant acheté pour la première fois ces trois dernières années des produits d'investissement

4.2.2. Des tailles de transactions sur les ETF qui diminuent significativement

La dynamique observée sur le nombre de transactions sur ETF ne se traduit pas sur les volumes, lesquels se sont maintenus entre 600 et 800 millions d’euros entre mai 2023 et avril 2024. Après avoir bondi de 65 % entre avril et octobre 2023, les volumes d’ETF traités ont oscillé entre 600 et 800 millions d’euros depuis, et n’ont donc pas crû comme le nombre de transactions. Ainsi, les tailles de transactions des particuliers sur ETF ont significativement diminué ces derniers mois. Cette tendance se confirme parmi les trois grandes catégories d’intermédiaires proposées ici. Les tailles de transactions ont reculé de 34 % depuis janvier 2022 pour les clients des banques traditionnelles, de 54 % pour les clients des banques en ligne et même de 79 % pour les clients de néo-brokers sur la même période. Les néo-brokers sont des intermédiaires moteurs de cette baisse structurelle, ramenant la taille de transaction moyenne sous les 1 000 euros début 2024. Cela peut s’expliquer par les portefeuilles plus modestes de leur clientèle jeune et/ou par un recours plus important à des outils de négociations automatisés tels que les plans d’investissement programmés. Des tailles de transactions plus faibles peuvent favoriser la diversification.

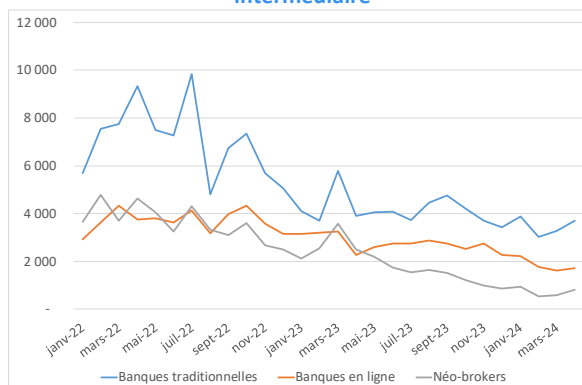
Ce phénomène ne s’observe pas pour les actions où les tailles moyennes de transactions sont relativement stables quel que soit l’intermédiaire. Elles varient autour de 3 000 euros pour les banques traditionnelles, de 2 500 euros pour les banques en ligne et entre environ 1 000 et 1 500 euros pour les néo-brokers depuis janvier 2022.

Graphique 147 : Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (millions d’euros)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Graphique 148 : Tailles moyennes des transactions sur actions et ETF exécutées par les particuliers français par intermédiaire



□ Une offre de produits fractionnés

L’évolution contrastée du nombre et de la taille des transactions sur ETF pourrait provenir de la croissance de l’offre de négociation de titres fractionnés. Depuis plusieurs années, des fractions d’actions et d’ETF sont proposées aux particuliers, notamment par les néo-brokers. Elles prennent la forme d’un contrat dans lequel l’intermédiaire garantit la valeur de la fraction relativement au titre sous-jacent et le paiement du dividende afférent. Si l’exposition au risque de marché est équivalente à celle d’un titre classique, la fractionnalisation sous forme de créance peut ajouter une exposition à l’établissement qui mène l’opération. Ce service facilite l’accès aux titres de valeur nominale élevée, et la diversification des portefeuilles. Les fractions d’actions et d’ETF sont notamment utiles à la mise en œuvre de plans d’investissement programmés, consistant à allouer, chaque mois, un montant fixe d’épargne à des placements financiers mais qui ne correspond pas forcément au cours des actifs ciblés. À titre d’exemple en l’absence de fractionnement des titres, un investisseur sur l’ETF Amundi MSCI World ne peut investir qu’un multiple de son cours, à savoir 500 euros en mai 2024. Une fraction de cet ETF permet d’investir des montants plus faibles.

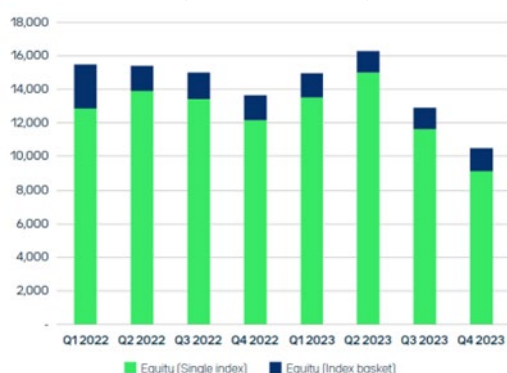
4.2.3. Produits complexes et structurés : autocalls et AMC

Les ventes de produits structurés indiciaires actions se sont élevées à 55 milliards de dollars en Europe en 2023 en repli annuel de 8 %, selon le fournisseur de données SRP. Après avoir crû de 6 % au deuxième trimestre 2023 en rythme annuel, les montants notionnels traités se sont repliés au T3 (-14 %) et au T4 (-23 %). À l’inverse, la part des produits de taux à capital protégé, a augmenté, passant de 7 % du montant notionnel global des ventes en

2022 à 12 % en 2023 (Graphique 149). En France, dans le prolongement de l'évolution des encours précédemment observée²⁶⁵, le marché est resté dynamique : le nombre de produits commercialisés recensé par SRP a atteint 4 967 en 2023, soit une multiplication par 13 au cours des dix dernières années, et une croissance du montant annuel des ventes de 290 % à 39,2 milliards d'euros sur la période. Le Graphique 150 montre, par année d'émission, la proportion de produits rachetés²⁶⁶ avant expiration et de ceux arrivés à maturité, et, en complément, celle de ceux restés vivants depuis l'émission. La proportion de ceux qui ont été rachetés avant expiration reste forte. L'historique des produits français atteste donc d'une part élevée de réalisation des clauses de rappel d'*autocall* pour les générations de produits émis entre 20013 et 2020). Cette part est logiquement plus faible pour les produits émis récemment. Plus généralement la réduction des ventes d'autocalls sur indices d'actions en Europe atteste d'une prise en considération par les investissements en produits structurés d'un risque de correction des indices boursiers.

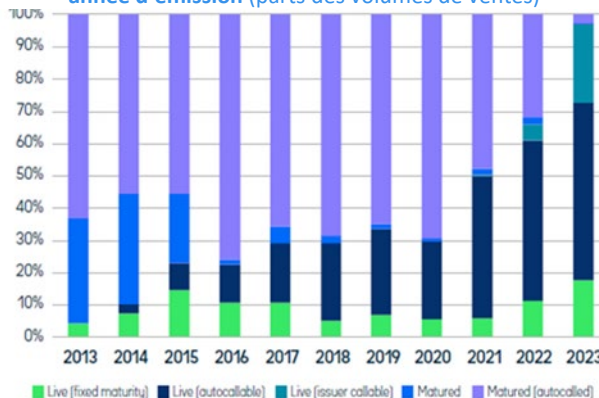
De fait, l'analyse des *autocalls* dans ces colonnes en 2023 identifiait certains facteurs propres à soutenir le marché domestique : une offre spécifique à la France, une offre renouvelée pour tenir compte des conditions de marché, un impact limité du retournement de marché de 2022. Ces facteurs semblent persister en 2024. Cependant, simuler l'impact global de scénarios de marché sur les produits structurés commercialisés reste un exercice difficile pour les autorités de marché, ne serait-ce que du fait de la diversité des produits (sous-jacents, formules) et de la conditionnalité des rendements/pertes aux conditions de marché prévalant lors de la souscription. En dépit de l'importance des caractéristiques idiosyncratiques des marchés nationaux, la matérialité de l'impact d'une correction des indices boursiers a en effet été attestée en Corée au cours des derniers mois (Encadré 16).

Graphique 149 : Europe : produits structurés sur indices d'actions. Volumes de ventes trimestriels (millions de dollars)



Source : SRP.

Graphique 150 : France : part des *autocalls* rachetés ou arrivés à expiration vs. part des produits encore vivants par année d'émission (parts des volumes de ventes)



Encadré 16 : Une matérialisation des risques liés aux marchés boursiers en Corée en 2023

L'autorité de marché coréenne (Service de Surveillance Financière de Corée du sud, FSS), a prolongé en novembre 2023 des investigations antérieures sur les *autocalls*, en réponse à des plaintes d'investisseurs ayant réalisé ou anticipant des pertes sur les *autocalls* référencés à l'indice Hang Seng China Enterprises (HSCEI). Distribués à partir de 2021, les autocalls permettaient à certaines banques de compenser en partie leurs baisses de revenus induites par le bas niveau des taux d'intérêt grâce aux marges (frais, commissions) perçues sur ces produits. Depuis, les particuliers sud-coréens, souvent d'âge moyen ou âgés, ont réalisé, consécutivement à la chute du cours du HSCEI en 2023, des pertes croissantes sur ces produits. Le FSS, dans un rapport d'enquête de mars 2024, estime que les pertes des investisseurs pourraient atteindre 3,9 mrd d'euros en 2024 (5,8 trn de won). Les d'encours d'autocalls liés au HSCEI de 12,2 mrd d'euros à fin 2023 (18,8 trn de won) ont engendré environ 800 mn de pertes (1,2 trn de won) en janvier-février 2024²⁶⁷, soit un taux de perte en capital cumulé sur les *autocalls* sur HSCEI de 54 %. Dans ce contexte, le FSS a conclu à la vente abusive de ces produits par 5 banques et 6 courtiers. Le FSS a souligné aussi une tendance des systèmes de vente à privilégier le profit des promoteurs au détriment des consommateurs, et fait état d'une promotion accrue de ces produits très rémunérateurs par certains d'entre eux, en

²⁶⁵ Cf. "4.2.2 Focus sur le marché français des *autocalls*" de la [Cartographie des marchés et des risques de l'AMF 2023](#).

²⁶⁶ Ou "rappelés par l'émetteur" (*autocalled*) c'est-à-dire donnant lieu à un versement de coupon et à l'expiration automatique du produit suite à la réalisation d'une condition initialement fixée, typiquement relative au niveau du sous-jacent.

²⁶⁷ Par Bloomberg. Cf. Bloomberg ; Missold Chinese exotic notes risk USD 4bn loss for Koreans ; 30/04/24.

dépôt de la croissance des risques. Les banques et courtiers visés devront donc indemniser les investisseurs pour un montant estimé à 1,9 mrd d'euros (2,8 trn de wons), soit plus de 30 % des pertes réalisées par les investisseurs particuliers, selon certains analystes²⁶⁸. En 2019, le FSS était déjà intervenu lorsque des particuliers avaient risqué de perdre leurs placements dans des produits dérivés liés aux rendements des obligations allemandes. Il reconnaît cependant l'échec du renforcement des règles de protection des consommateurs adoptées en 2021, suite à une série de scandales liés à des produits financiers complexes et risqués vendus aux particuliers. Dans ce contexte, plusieurs distributeurs de premier plan ont annoncé, dès janvier 2024, suspendre temporairement les ventes d'*autocalls* aux investisseurs locaux, et les émissions ont chuté depuis à 671 mn d'euros (1 trn de wons) en février 2024 en Corée du Sud, soit une baisse de 65 % depuis novembre 2023 (date du début de l'enquête de la FSS) et un plus bas sur 3 ans.

Par ailleurs, une nouvelle catégorie de produits structurés apparaît au sein de l'offre faite aux particuliers : celle de titres de créance structurés (ou équivalents de droit étranger) qualifiés de certificats activement gérés ou *Actively Managed Certificates* (AMC). Comme les *autocalls*, les AMC font dépendre leur performance d'un sous-jacent, e.g. panier de titres, indice boursier. Contrairement à eux, ils se réservent toutefois le droit de modifier ("*rebalance*"), de façon discrétionnaire ou systématique, la composition de ce sous-jacent durant la vie de l'instrument financier sans accord exprès des investisseurs. Différents éléments d'observation du marché (e.g. actions promotionnelles, intentions de promouvoir une offre, etc.) indiquent que la vente d'AMC à des clients non professionnels a cru ces dernières années, dans des proportions qui resteraient à évaluer. Promus souvent par des banques et courtiers souhaitant i) s'affranchir des contraintes applicables et ii) concurrencer les produits de gestion collective, ces produits affichent typiquement la volonté de mettre en œuvre des stratégies s'affranchissant des contraintes sur l'éligibilité des actifs et de diversification des fonds d'investissement, pour investir de façon "flexible" dans des thématiques d'investissement d'actualité (crypto-actifs, nouvelles technologies). Pourtant ces produits structurellement complexes (au sens de l'Encadré 17) s'inscrivent à la frontière des exigences réglementaires applicables et des éléments de doctrine de l'AMF. Ils appellent donc une vigilance accrue en matière de commercialisation et d'adaptation au profil des clients, notamment particuliers, et de respect des différents corps de règles applicables selon l'enveloppe juridique (e.g. type de produit de dette, statut, le cas échéant, de Fonds d'Investissement Alternatif) susceptibles d'être revêtues par l'AMC.

4.2.4. Un essor de la négociation d'options à très court terme par les particuliers

Euronext Paris a lancé fin février 2024 des options sur CAC 40 à horizon d'un seul jour. Ces options, dites "*Zero Day to Expiration*" ou ODTE, ont en général pour sous-jacent des actions individuelles ou des indices boursiers (ou ETF sur ces indices) et ne se négocient que le jour où elles expirent. Souvent traitées les jours d'annonces macro-économiques ou de résultats d'entreprises, elles permettent de couvrir les risques liés à ces annonces. Les montants unitaires d'achat (primes) des ODTE sont faibles, comme leur probabilité de gain (e.g. par rapport aux options de long terme) ; elles peuvent cependant être très rentables, si la prédiction du cours du sous-jacent s'avère juste.

Depuis 2016, le marché des ODTE a beaucoup crû aux États-Unis (Graphique 151, Graphique 152). L'impulsion initiale a été la suppression des commissions sur les transactions d'options par les plateformes de courtage de détail à partir d'octobre 2019, et une accélération a été notée suite au lancement de contrats sur indice S&P 500 en 2022, qui concentrent désormais la majorité des transactions sur ODTE. Au terme de ces évolutions, les ODTE comptaient fin 2023 pour près de la moitié du volume d'options sur S&P 500 traité (tous termes confondus). Le *trading* des particuliers représente 30 à 40 % du volume d'ODTE traités selon le CBOE²⁶⁹. Symétriquement, plus de 75 % des négociations d'options sur S&P 500 par des particuliers portent aujourd'hui sur des ODTE²⁷⁰. En Europe, Euronext Amsterdam cote des ODTE depuis 2008, où elles représentent près d'un quart du volume de transactions sur options sur l'indice Amsterdam Exchange (AEX), et l'appétit des particuliers est également fort. Eurex a lancé en août 2023 sa première ODTE, et en cote en particulier sur les indices Euro Stoxx 50 et DAX 30. En France, peu de courtiers permettent – à l'instar de certaines néo-banques (e.g. Saxo Bank, Degiro) – à leurs clients d'intervenir

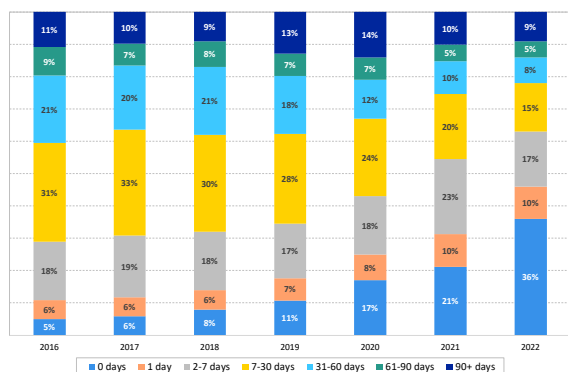
²⁶⁸ Korea says banks, brokers missold risky China-linked notes ; Bloomberg ; 11/03/24.

²⁶⁹ Source : Ormont M. The rise of ODTE options and CBOE's strategic approach to serving today's more sophisticated retail trader. CBOE, 28/02/24. Howson D. Bringing CBOE's U.S. retail playbook abroad. CBOE, 20/02/24. NB : Cette proportion varie fortement selon les estimations. JP Morgan l'établit par exemple à 5 % ("Retail traders are driving up to 40% of zero-day options boom", Bloomberg, 24/08/23).

²⁷⁰ Cf. Beckmeyer H., N. Branger, L. Gayda (2023).

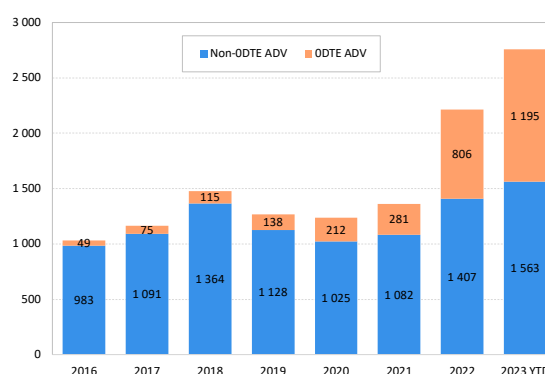
sur le marché des options (Monep), mais ces produits sont activement promus par les marchés boursiers. Une extension à l'Europe de l'offre d'ODTE du CBOE est envisagée²⁷¹.

Graphique 151 : Distribution par maturité des volumes d'options sur S&P 500 négociés sur le CBOE aux États-Unis



Source : CBOE. Au 30/06/23.

Graphique 152 : Part des ODTE dans le volume d'options sur S&P 500 négocié sur le CBOE aux États-Unis (milliers)



Deux principaux types de risques sont identifiés concernant le développement du marché des ODTE.

□ Des risques de marché, en particulier d'impact sur les marchés d'actifs sous-jacents²⁷²

Certaines instances (le Fonds monétaire international, la Banque centrale européenne)²⁷³ soulignent les risques de l'effet de levier des ODTE et de procyclicité induite par la gestion dynamique des expositions de leurs vendeurs – i.e. lorsqu'ils achètent (resp. vendent) les titres sous-jacents à mesure que leur cours monte (resp. baisse), amplifiant ainsi la volatilité intrajournalière. L'impact du *trading* d'options sur les marchés sous-jacents est, à l'instar d'autres produits dérivés²⁷⁴, attesté généralement par la littérature²⁷⁵. Aux États-Unis, Brogaard, Han et Won (2024) montre qu'une hausse d'un écart type des transactions sur ODTE accroît la volatilité du marché de 33 %, soit quatre fois plus que l'impact général du *trading* d'options sur la volatilité estimée par Harris L. (1989). Au-delà, compte tenu de l'évolution des marchés d'ODTE (e.g. le montant notionnel d'options échangées atteint un trillion de dollars par jour), un mouvement de marché intrajournalier important aurait un impact prononcé s'il obligeait les vendeurs d'options à couvrir leurs positions simultanément, voire affectait les chambres de compensation²⁷⁶. On s'interroge aussi sur l'impact des stratégies des teneurs de marché (rééquilibrage des stocks, couverture) et autres investisseurs sophistiqués dans un tel cas de figure. À ce stade, certains éléments semblent limiter les craintes : par exemple, concernant les teneurs de marché, le CBOE souligne la faiblesse des expositions nettes au regard de la liquidité disponible lors des pics de volatilité²⁷⁷, et il semble qu'ils recourent assez peu à la

²⁷¹ Selon Cboe Carrying Out Strategic Review; MarketsMedia 02/02/24 indique "Cboe sees Europe as a market that is ripe for this evolution as the value of equity and index options trading is just 6 % of the value traded in the US, (...). The group launched CEDX, a derivatives exchange in Europe, in September 2021 and (...) CEDX had record volumes in the fourth quarter, which were up 85% year-over-year".

²⁷² Références académiques de cette section : Baltussen G., J. Terstegge, P. Whelan (2023), The Derivative Payoff Bias; Brogaard J., J. Han, P. Won (2024), Does ODTE options trading increase volatility?; Harris L. (1989), S&P 500 cash stock price volatilities, Journal of Finance 44-5, 1155-1175; Hu J., A. Kirilova, D. Muravyev (2023), Options Market Makers; Ni S., N. Pearson, A. Poteshman, J. White (2021), Does option trading have a pervasive impact on underlying stock prices?, The Review of Financial Studies 34-4, 1952-1986.

²⁷³ Cf. "The fast-growing interest in retail trading in the zero-day options market: Is it a hidden risk?", in Global Financial Stability Report, IMF; Apr. 2023. Sowiński A. (2023); "The risks from hidden leverage in short-term equity options", in ECB Financial Stability Review, Nov. 2023.

²⁷⁴ Cf. e.g. discussion de l'impact du dénouement des contrats de swap des ETF leveragés et inverses sur les marchés d'actifs sous-jacents par la [Cartographie des marchés et des risques 2023](#) (Encadré 10) et risques pour les banques liés à leur gestion des risques des produits structurés destinés aux particuliers (2.1.5 de la [Cartographie des tendances et des risques de l'AMF 2020](#) et 2.1.4 et 4.6.3 de la [Cartographie des marchés et des risques 2022](#)).

²⁷⁵ Cf. Ni S., N. Pearson, A. Poteshman, J. White (2021).

²⁷⁶ En février 2024, M. Kolanovic, stratège de JP Morgan, a souligné les risques d'un "Volmageddon 2.0" liés aux ODTE, ouvrant notamment un débat avec Bank of America. La Futures Industry Association (FIA) a alors invité la chambre de compensation d'options de Chicago (OCC) à discuter de ces risques avec ses membres. Suite à cela l'OCC a déclaré : "suivre l'augmentation des volumes de ces produits pour mieux comprendre les implications de la gestion des risques pour les marchés, et maintenir un dialogue ouvert avec ses membres". L'OCC a en effet eu aussi des discussions bilatérales avec certains acteurs. Cf. "Wall Street s'alarme du succès des options ODTE", Zone Bourse-Reuters, 10/03/24.

²⁷⁷ Zaionz J. (2023), The Rise of SPX ODTE Options, CBOE White Paper.

couverture en delta (*delta hedging*) de leurs expositions²⁷⁸. En tout état de cause, la capacité de négociation rapide (à faible latence, haute fréquence) des teneurs de marché leur confère un avantage stratégique, surtout sur les particuliers, qui rend du reste leurs stratégies très profitables²⁷⁹.

□ Des risques pour les investisseurs particuliers²⁸⁰

De Silva, Smith et So (2023) documente la hausse du *trading* d'options des particuliers aux États-Unis, notamment lors des annonces de résultats, donc des pics de volatilité des cours boursiers²⁸¹. Selon les auteurs, ils paient trop cher les options par rapport à la volatilité réalisée, avec des fourchettes de cotation très larges, et sont victimes de leur réaction moins rapide aux annonces que celle des teneurs de marché. Ils réalisent de ce fait des pertes moyennes de 5 à 9 %, voire de 10 à 14 % quand une forte volatilité est attendue des annonces. Beckmeyer, Branger et Gayda (2023) montre ainsi pour les options sur S&P 500 que : *"Bien que les investisseurs particuliers bénéficient d'améliorations significatives des coûts de transaction (fourchettes effectives inférieures aux fourchettes affichées), ils subissent en moyenne d'importantes pertes : entre février 2021 et septembre 2023, ils ont perdu 241 000 dollars par jour ; depuis l'introduction d'un calendrier d'expiration quotidien en mai 2022, ces pertes moyennes sont de 350 000 dollars par jour"*.

Bryzgalova, Pavlova et Sikorskaya (2023) constate pour sa part la préférence des particuliers pour les options d'achat, à très courte échéance et souligne les motifs spéculatifs de leurs transactions. Testant plusieurs stratégies (statiques, non-conditionnelles) de *trading* d'ODTE, Vilkov (2024) montre que certaines peuvent être rentables mais que ces produits restent intrinsèquement risqués et imprévisibles, et que le profit médian des stratégies les plus populaires est négatif, signalant des pertes fréquentes. Bryzgalova, Pavlova et Sikorskaya (2023) fait par ailleurs état de coûts de transaction (fourchettes *bid-ask* relatives) élevés, indiquant un marché très lucratif pour les (trois) grands courtiers exécutant le flux d'ordres de détail, dans un contexte de montée en flèche du PFOF (*payment for order flow*)²⁸². Les coûts de transaction des options étant de fait beaucoup plus élevés que ceux des actions, les auteurs rappellent la sanction infligée par la SEC²⁸³ à Citadel en 2017 pour défaut de recherche du meilleur prix pour les clients de ses algorithmes de routage d'ordres et appellent à la transparence sur les activités des grossistes sur le marché des options, à l'instar de celle qu'exige aux États-Unis la FINRA pour les actions.

La négociation d'ODTE se rapprochant de la pratique des jeux d'argent – e.g. de "gamification" – il importe que les investisseurs fassent la différence, fondamentale, entre jeu et investissement, et restent conscients des risques auxquels ils s'exposent, notamment ceux de perte importante (qui peuvent être, en théorie, illimitées, en cas de ventes d'options de vente non couvertes). Ceci réitère sous un jour nouveau l'importance de l'information contractuelle et de la réglementation applicable à la participation des investisseurs particuliers aux marchés d'instruments financiers complexes (cf. Encadré 17). Ceci souligne toutefois avant tout les besoins d'information et d'analyse du marché européen, les études académiques analysant à ce stade exclusivement le marché américain dans un contexte où le marché européen reste naissant.

²⁷⁸ Cf. Hu J., A. Kirilova, D. Muravyev (2023).

²⁷⁹ Cf. Baltussen G., J. Terstegge, P. Whelan (2023).

²⁸⁰ Beckmeyer H., N. Branger, L. Gayda (2023), Retail traders love ODTE options... but should they? ; Bryzgalova S., A. Pavlova, T. Sikorskaya (2023), Retail trading in options and the rise of the big three wholesalers, *Journal of Finance* 78-6, 3465-3514. ; de Silva T., K. Smith, E. So (2023), Losing is optional: Retail option trading and expected announcement volatility; Vilkov G. (2024); ODTE trading rules.

²⁸¹ Poser W. (2023), "[Trends in Options trading](#)", NYSE, 04/12/23 discute de l'identification du *trading* des particuliers et montre leur intérêt croissant pour la négociation d'options de maturité courte. Plus généralement : *"estimates of retail trading in the U.S. stock market centers around 50% of total market volume. Using our estimate, retail share of U.S. equity markets options volume is slightly lower at 45%"*.

²⁸² Cf. discussion du PFOF dans la section 4.4 de la [Cartographie des marchés et des risques 2022](#) de l'AMF.

²⁸³ Cf. <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2017-11.html>.

Encadré 17 : La complexité d'un instrument financier : un concept multiple

Plusieurs réglementations et doctrines font référence à la notion de complexité en réponse à divers enjeux.

1. La complexité au sens de la directive MIF 2²⁸⁴

- Évaluation du caractère approprié et exécution simple : sont jugés "non complexes"²⁸⁵, les actions cotées "simples", les instruments "simples" du marché monétaire, les obligations et autres titres de créance "simples" cotés en bourse, les OPCVM à l'exclusion des OPCVM structurés, les dépôts structurés et les instruments financiers non complexes au sens de l'article 57 du Règlement Délégué de MiFID 2. Les instruments financiers complexes sont inéligibles au régime d'exécution simple, qui permet à un prestataire de services d'investissement de fournir un service d'exécution d'ordres ou de réception-transmission d'ordres sans en tester le caractère approprié pour le client (cf. 4 conditions posées par la loi).
- Gouvernance produits : pour les produits complexes, le règlement général de l'AMF (articles 313-17 et 19) adapte la fréquence des revues par l'émetteur et, pour les produits non complexes au sens de MIF2, l'information à recueillir par les distributeurs. La complexité peut alors se comprendre par référence aux Orientations de l'ESMA²⁸⁶ précisant que le terme est relatif et multifactoriel, et caractérisé par l'exigence de tenir compte des principes et critères de complexité comme suit : la vérification du caractère approprié du produit, sa structuration, sa conception, sa nature, son caractère peu courant, ses caractéristiques de risques. Selon la complexité de l'instrument financier, son émetteur doit, sur ces bases, définir un marché cible précis en s'appuyant sur des catégories d'instruments granulaires.

2. Complexité au sens de la Position 2010-05 de l'AMF²⁸⁷

Un instrument financier simultanément : i) commercialisé aux investisseurs de détail (gestion de portefeuille et sous mandat exclus); ii) offrant une garantie en capital inférieure à 90 % ou non ; iii) distribué pour plus de 100 000 EUR et pour un motif de diversification ; iii) répondant à au moins un des 4 critères de risque de commercialisation (présentation inadaptée des risques et du profil de gain/perte du produit, caractère inhabituel du sous-jacent pour le client non professionnel, assujettissement du profil de gain/perte à la réalisation concomitante de plusieurs conditions, inintelligibilité), encourt une présomption de commercialisation inadaptée. Un avertissement standardisé doit alors être ajouté aux communications promotionnelles si l'instrument financier est offert au public ou coté en bourse. NB : un instrument financier "non complexe" au sens de la Position 2010-05 peut être "complexe" au sens de MIF 2 mais pas réciproquement.

Accessoirement, une notion de complexité est définie pour les PSI/SGP (pas vis-à-vis des investisseurs) par énumération non-exhaustive selon la nature du sous-jacent, le profil de risque, et la méthode de valorisation, est établie par la Position-Recommandation 2012-19 de l'AMF. Une SGP exposant aux produits concernés doit alors solliciter une extension d'agrément ; disposer d'une fonction de gestion des risques indépendante quand son activité touche une clientèle non-professionnelle ; calculer, si les risques sont significatifs, le risque global en VAR. NB : un instrument "non complexe" au sens de la Position-Recommandation 2012-19 peut être complexe au sens de la Position 2010-05 et de MIF 2.

4.2.5. Des nouveaux investisseurs actifs sur crypto-actifs

Une étude de l'OCDE pour l'AMF²⁸⁸, parue en novembre 2023, a permis d'apporter une vision plus précise de l'activité des investisseurs français en crypto-actifs. Elle indique que 9 % de la population adulte détient des crypto-actifs dont une part significative chez les investisseurs les plus jeunes. En effet, ils seraient 15 % des 18-24 ans et 22 % des 25-34 ans à en détenir. De plus, ils seraient détenus plus largement chez les investisseurs ayant commencé à investir depuis le début de la pandémie de COVID-19 : les crypto-actifs sont le produit financier le plus fréquemment détenu par les nouveaux investisseurs (pour 54 % d'entre eux), ce qui représente une proportion plus de deux fois supérieure à celle des investisseurs traditionnels (25 %).

²⁸⁴ Cf. articles 313-17 et 19 du règlement général de l'AMF.

²⁸⁵ Cf. article D. 533-15-1 du Code monétaire et financier.

²⁸⁶ ESMA [Guidelines on MiFID II product governance requirements Final report](#); ESMA35-43-3448; 27/03/23.

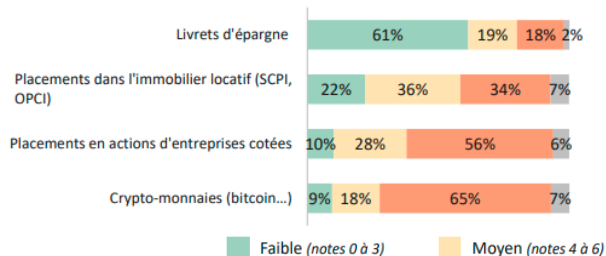
²⁸⁷ Cf. [Position 2010-05 du 05/12/21](#) et discussion dans l'Encadré 8 de la [Cartographie des marchés et des risques 2023](#) de l'AMF.

²⁸⁸ OCDE (2023), Les nouveaux investisseurs en France : attitudes, connaissances et comportements, <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/new-retail-investors-inFrance-FR.pdf> : Cette étude a porté sur un large échantillon de plus de 8 000 personnes et a permis d'interroger plus de 2 000 investisseurs particuliers, dont plus d'un millier ayant acheté pour la première fois ces trois dernières années des produits d'investissement.

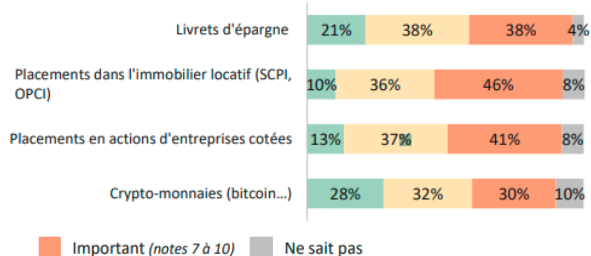
□ Les investisseurs ont globalement conscience des risques associés aux crypto-actifs

Le [Baromètre de l'épargne et de l'investissement AMF de 2023](#) montre une bonne perception du risque sous-jacent à l'investissement en crypto-actifs. Ainsi, les répondants ont été 65 % à considérer que le niveau de risque associé aux crypto-actifs (hors « stablecoins » et NFT) était élevé. Les particuliers français ont même identifié les crypto-actifs comme le placement le plus risqué devant les placements dans l'immobilier locatif et les placements en actions cotées. Il ressort également que 28 % des répondants pensent que les crypto-actifs sont faiblement adaptés à la poursuite d'objectifs de long terme ce qui apparaît cohérent au vu de la forte volatilité de ces marchés et de l'incertitude sur les perspectives de rendement à moyen-long terme.

Graphique 153 : Niveau de risque



Graphique 154 : Adaptation à un objectif de long terme



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement, décembre 2023

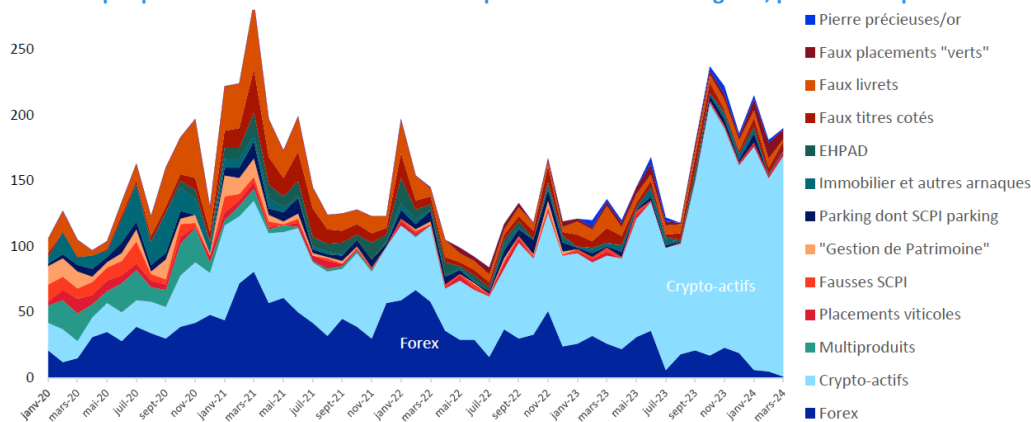
□ Un accès plus large aux actifs numériques

L'accès aux investissements en crypto-actifs est de plus en plus large. À la date du 30 avril 2024, 107 prestataires de services en actifs numériques (PSAN) ont été [enregistrés auprès de l'AMF](#), sur avis conforme de l'ACPR, offrant des solutions d'investissements sur ces actifs aux particuliers. Il convient de préciser que ce régime d'enregistrement simple, contrairement à l'agrément (un seul PSAN agréé en France à ce jour), n'offre aucune garantie de protection des investisseurs. Les PSAN se composent de plateformes entièrement dédiées à l'échange de crypto-actifs, de néo-brokers, de filiales de groupes bancaires et de gestionnaires d'actifs. Aux PSAN s'ajoutent les protocoles de la finance décentralisée (voir Chapitre 2) sur lesquels des investisseurs peuvent intervenir directement. Des ETF synthétiques et des ETN Bitcoin sont, par ailleurs, disponibles sur les plateformes européennes pour proposer une exposition aux crypto-actifs

4.2.6. Des réclamations et litiges qui augmentent, notamment ceux en lien avec l'offre de crypto-actifs

Le nombre de réclamations reçues par le service AMF Epargne Info Service est en hausse depuis la fin de l'année 2023, se maintenant à un niveau proche de 200 par mois.

Graphique 155 : Nombre de réclamations pour les acteurs non régulés, par thématiques²⁸⁹



Source : EIS-AMF

²⁸⁹ Le Graphique 155 rend compte du nombre de réclamations et non du nombre d'arnaques dont sont victimes les investisseurs particuliers français.

Les réclamations portent principalement sur les arnaques aux crypto-actifs désormais accompagnées d'un second volet de fraude, qui consiste à proposer le remboursement des pertes subies. Les autres tendances de réclamations concernant le domaine non régulé portent sur les arnaques à de faux placements verts (principalement des propositions d'investissement dans des places de parking munies de borne de recharge électrique) ou encore dans le domaine des biens divers (or, vins, cheptel).

Dans le domaine régulé les réclamations portent principalement sur les problèmes rencontrés par les épargnants dans le cadre de la gestion de leur PEA (transfert de compte, actions devenues sans valeur, etc...) ou encore les actionnaires de société ayant procédé à l'émission d'obligations convertibles et bons de souscription d'actions (OCABSA).

□ Un nombre élevé de litiges rapportés à la médiation de l'AMF

La hausse de nombre de réclamations fait écho au nombre élevé de dossiers traités par la Médiatrice de l'AMF en 2023. Dans son rapport annuel²⁹⁰, la médiation de l'AMF partage avoir traité 2 060 dossiers en 2023, un nombre stable puisque 2 089 dossiers l'avaient été en 2022. Les litiges liés aux PEA restent le premier motif de saisie de la médiation avec 25 % des dossiers même si leur nombre s'est contracté en 2023 (293 saisines contre 362 en 2022). L'épargne salariale est devenu la deuxième cause de litige (18 % des dossiers). Le nombre de dossiers n'a pas augmenté en 2023 (206 contre 205 en 2022) mais les litiges liés aux ordres de bourses ont fortement diminué en 2023 (186 contre 2014 en 2022) les reléguant à la troisième place.

Les perturbations enregistrées sur les marchés immobiliers se sont aussi répercutées dans le nombre de dossiers reçus. Le nombre de litiges liés aux SCPI et au *crowdfunding* immobilier a doublé en 2023 avec 107 dossiers. La médiation constate un manque de compréhension des mécanismes de retraits dans les SCPI et les analyses insuffisantes des plateformes de *crowdfunding* sur les projets proposés.

□ Les litiges liés aux crypto-actifs sont de plus en plus nombreux

Sur le sujet des crypto-actifs, en cohérence avec la hausse de la part des réclamations qui y sont liées, le nombre de litiges traités par la Médiatrice de l'AMF en 2023 a, lui aussi, fortement augmenté. 88 dossiers ont été traités, dont 27 ont été recevables, en 2023, contre 54 dossiers pour 17 recevables en 2022²⁹¹. Ces litiges se multiplient au rythme de l'accroissement du nombre des plateformes enregistrées par l'AMF sous le statut de prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) et qui étaient une centaine à fin 2023. Dans l'enregistrement simple d'une plateforme, ce sont les règles de lutte contre le blanchiment qui ont constitué l'essentiel de la vérification de l'AMF.

□ L'augmentation du risque de refinancement pourrait conduire certains émetteurs à recourir à des financements particulièrement risqués pour les investisseurs particuliers

L'augmentation du risque de refinancement, lié au maintien des taux d'intérêt à un niveau durablement élevé²⁹², pourrait conduire les émetteurs les plus contraints et n'ayant plus accès au crédit à avoir recours à des financements très dilutifs, tels que les obligations convertibles en action avec bons de souscription d'actions (OCABSA). Ce type de financement consiste en des augmentations de capital réservées libérées en plusieurs fois et étalées dans le temps au profit d'un investisseur financier qui n'a pas vocation à rester durablement actionnaire. Les OCABSA se composent en effet de deux titres financiers émis ensemble mais pouvant être négociés séparément :

- les obligations convertibles en actions (OCA) donnent droit à un nombre d'actions nouvelles calculé en fonction du cours de bourse à la date de conversion. Les actions issues de la conversion des OCA peuvent être achetées par des investisseurs particuliers.

²⁹⁰ [Rapport du médiateur AMF 2023](#).

²⁹¹ L'irrecevabilité élevée des dossiers sur ce sujet est liée aux spécificités du marché des crypto-actifs. Le médiateur a notamment constaté :

- des faits remontés peuvent être antérieurs à l'enregistrement du prestataire, un cas fréquent dans la mesure où l'enregistrement PSAN est relativement récent (2021);
- des faits où le demandeur a traité avec une succursale ou une filiale de l'acteurs originaire d'un pays tiers ;
- des faits remontés par un professionnel, alors que la médiation de l'AMF n'est ouverte qu'aux particuliers ;
- des faits relatifs aux services de conservation d'actifs numériques pour compte de tiers par des PSAN alors que les demandeurs avaient la maîtrise exclusive de ses clés privées (permettant l'accès aux portefeuilles d'actifs numériques et de réaliser des transactions).

²⁹² Voir Chapitre 1.

- des bons de souscription d'actions (BSA) qui sont attachés aux OCA. Ces bons donnent à leur porteur le droit de souscrire à une ou plusieurs actions à un prix déterminé, jusqu'à une date d'échéance. Ils permettent donc aux entreprises émettrices de renforcer leurs fonds propres au prix d'une forte dilution.

Devant l'augmentation des réclamations émanant de particuliers depuis 2020, l'AMF a en 2022 mis en garde les investisseurs sur les risques inhérents à ce type de financement et publié une étude analysant ce segment de marché²⁹³. Cette étude montrait notamment qu'une grande partie (plus de 80%) des 69 sociétés de l'échantillon avaient vu leur cours de bourse évoluer à la baisse entre la première opération de financement et la fin 2021, avec un recul moyen de 72 %. De plus, les émetteurs dont le cours s'est le plus déprécié ont multiplié les opérations portant sur leur capital, telles que les opérations de regroupement d'actions et de réduction de la valeur nominale. Ainsi, le marché et, notamment, les actionnaires individuels supportent *in fine* un double risque associé à ce type de financement : une dilution significative et, dans de nombreux cas, une forte pression baissière sur le cours.

4.3. DIGITALISATION DES SERVICES FINANCIERS

La digitalisation offre des opportunités importantes aux investisseurs notamment via l'accès à une offre plus diversifiée et plus innovante. Elle comporte également des risques.

4.3.1. La surévaluation des compétences en finance est particulièrement élevée chez les plus jeunes

Les investisseurs les plus jeunes et les moins expérimentés sont les plus utilisateurs de services digitaux. Les décisions d'investissements sont prises sur des interfaces. Ce mode d'investissement donne une grande autonomie aux particuliers dont le bagage initial en matière de culture financière est essentiel pour permettre une bonne gestion de l'épargne.

L'étude de l'OCDE sur les nouveaux investisseurs a constaté que les deux tiers des nouveaux investisseurs estimaient avoir une connaissance élevée des produits financiers alors que seulement la moitié ont été capables de répondre à trois questions parmi six questions de base²⁹⁴ portant sur les investissements. Ils ne sont même plus que 38 % à avoir pu répondre à quatre questions de base.

La tendance à la surévaluation des compétences est plus inquiétante chez les nouveaux investisseurs les plus jeunes. Plus de 73 % des moins de 25 ans considèrent « s'y connaître assez bien ou très bien », alors qu'ils ne sont que 44 % à avoir pu répondre correctement à plus de deux questions de base.

De manière plus générale, l'auto-évaluation de la culture financière des particuliers est un problème récurrent. Le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement de 2023, a fait état d'une hausse de la part de la population estimant « s'y connaître » dans le domaine des produits d'épargne et des placements financiers (à 42 % contre 35 % en 2022). Mais, dans le même temps, sur trois questions basiques qui leur ont été posées, seuls 11 % ont été à même d'y répondre correctement.

Néanmoins, le Baromètre indique une connaissance croissante du document d'informations clés (DIC ou DICI de son ancien acronyme), signe que ceux-ci ont recours à des sources d'information officielles. D'ailleurs, 47 % des investisseurs qui connaissent l'existence du DIC ou DICI, déclarent les consulter avant toute prise de décision.

²⁹³ AMF (2022) : [étude sur les financements dilutifs de type OCABSA ou Equity lines](#), octobre.

²⁹⁴ Les questions d'évaluation des connaissances financières ont porté sur les sujets suivants :

- La compréhension de l'inflation et du pouvoir d'achat ;
- La diversification des avoirs ;
- La relation risque/rendement ;
- La relation entre rendements passés et rendements futurs des actions ;
- La légalité du cours des crypto-actifs ;
- Les risques liés aux crypto-actifs.

Le détail des questions peut être trouvé dans [l'étude OCDE](#) (p.51).

Graphique 156 : Connaissance (autoévaluée) en matière de produits d'épargne et de placements financiers

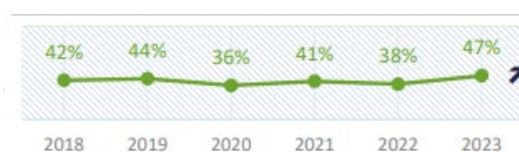


Graphique 157 : Document d'informations clés

a) Connaissance



b) Utilisation (parmi les investisseurs le connaissant)



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement, décembre 2023

Ces fragilités dans l'auto-évaluation des compétences font des investisseurs particuliers, de surcroît les plus jeunes et moins expérimentés, une population très sensible aux influences des réseaux sociaux, des influenceurs, et des techniques marketing digitales.

4.3.2. Réseaux sociaux et activité des particuliers

□ Les réseaux sociaux : un canal d'information privilégié

Les réseaux sociaux ont profondément transformé les canaux de diffusion de l'information financière en favorisant des relations plus directes, accessibles mais aussi plus volumineuses pour les particuliers. Ainsi, 20 % des nouveaux investisseurs français citent les réseaux sociaux parmi les raisons les ayant menés à investir, d'après une étude de l'OCDE sur les nouveaux investisseurs en France²⁹⁵. Ils sont même 30 % parmi les investisseurs de 18 à 24 ans. De manière générale, de nombreux travaux académiques (Bollen et al. 2011²⁹⁶, Ranco et al. 2014²⁹⁷ et Bartov et al. 2017²⁹⁸) ont démontré le rôle des réseaux sociaux, en particulier de X (ex-Twitter) dans la prédiction des cours des titres, leur conférant une certaine crédibilité. Corroborant ces conclusions, une étude de l'ESMA²⁹⁹ a montré l'influence des réseaux sociaux sur les actions européennes les plus mentionnées.

□ L'émergence des « fininfluenceurs »

Bien plus que l'information partagée, les réseaux sont aussi le terrain d'expression des influenceurs, diffusant de l'information et prodiguant des « conseils en investissement » à leurs abonnés, on parle alors de « fininfluenceur ». Ainsi, l'étude de l'OCDE montre que 43 % des nouveaux investisseurs entre 18 et 25 ans expliquent s'informer auprès d'influenceurs (26 % pour l'ensemble de la population étudiée). Même si les travaux estimant leur influence sur les sujets financiers sont rares, celle-ci semble se matérialiser :

- pour les personnalités publiques : Ante (2023)³⁰⁰ met en évidence l'existence d'un *Musk Effect* matérialisé par la relation positive entre l'activité sur les réseaux sociaux de l'entrepreneur et les volumes et rendements d'un panel de 47 crypto-actifs ;

²⁹⁵ OCDE (2023), Les nouveaux investisseurs en France : attitudes, connaissances et comportements, <https://www.oecd.org/fr/daf/fin/education-financiere/new-retail-investors-in-France-FR.pdf>

²⁹⁶ Bollen, J., Mao, H., & Zeng, X. (2011). Twitter mood predicts the stock market. *Journal of computational science*, 2(1), 1-8.

²⁹⁷ Ranco, G., Aleksovski, D., Caldarelli, G., Grčar, M., & Mozetič, I. (2015). The effects of Twitter sentiment on stock price returns. *PLoS one*, 10(9), e0138441.

²⁹⁸ Bartov, E., Faurel, L., & Mohanram, P. S. (2018). Can Twitter help predict firm-level earnings and stock returns?. *The Accounting Review*, 93(3), 25-57.

²⁹⁹ Baierlacher, M., Danieli, L., De Renzis, T., Gutierrez, A. D. (2023). [Social media sentiment impact on EU equity prices](#), ESMA TRV Analysis.

³⁰⁰ Ante, L. (2023). How Elon Musk's twitter activity moves cryptocurrency markets. *Technological Forecasting and Social Change*, 186, 122112.

- Concernant des influenceurs de plus petite taille (micro-influenceurs entretenant des liens avec un petit nombre d'abonnés sur des groupes privés) : Al Atoom et al. (2021)³⁰¹ ont démontré que les sentiments des investisseurs sur certains titres spécifiques partagés dans des groupes *Facebook*, *X* (ex-*Twitter*), *WhatsApp* ou d'autres forums, étaient très valorisés par les particuliers. D'ailleurs, c'est depuis un canal similaire, le forum *Reddit* consacré aux investissements « *WallStreetBets* », que les investisseurs particuliers se sont coordonnés pour exercer des pressions acheteuses sur les mêmes valeurs boursières³⁰², le cas de *Gamestop* dont le cours est passé en quelques jours de 4 à 347 dollars le 27 janvier 2021 étant le plus flagrant.

Le risque d'une activité non-régulée des « fininfluenceurs » est que les investisseurs particuliers attribuent une crédibilité excessive à ces acteurs jusqu'à les substituer aux conseillers en investissements professionnels. Pourtant, seuls ces derniers disposent des compétences et des acquis validés pour prodiguer des conseils. Un rapport du CFA Institute sur les *fininfluenceurs*³⁰³ met en exergue :

- La dimension marketing cachée ;
- La mauvaise interprétation du niveau d'expertise des influenceurs financiers ;
- Le partage d'informations et recommandations inadaptées ou de faible qualité, lié à des biais comportementaux ;
- La désinformation ;
- Les escroqueries.

❑ Encadrement des « fininfluenceurs » en France

Les jeux d'influence sur les réseaux sociaux pouvant mettre à mal la perception des risques et la qualité des recommandations en matière d'investissement des particuliers, des dispositions ont d'ores et déjà été prises en France :

- Tout d'abord, une loi, promulguée le 9 juin 2023, régleme désormais l'influence commerciale et lutte contre les comportements excessifs des influenceurs³⁰⁴ sur les réseaux sociaux. La loi interdit certaines publicités sur les produits financiers risqués comme celles promouvant les crypto-actifs et oblige les influenceurs à préciser s'ils agissent pour le compte d'un tiers.
- En décembre 2023, un code de conduite a été publié, énumérant les bonnes pratiques que les influenceurs devraient adopter. Il a été élaboré sur la base des commentaires de près de 19 000 citoyens dans le cadre d'un processus de consultation publique et avec l'aide de 400 professionnels³⁰⁵ ;
- L'AMF et l'Autorité de régulation professionnelle de la publicité (ARPP) ont mis en place un certificat de l'influence responsable dans la finance³⁰⁶. Le certificat doit accompagner la professionnalisation de l'influence commerciale, encadrée par la loi du 9 juin 2023. L'AMF a apporté son expertise pour mettre en place un parcours pédagogique sur les règles s'appliquant dans le secteur des produits et services financiers et dans son périmètre (hors banque et assurance).

³⁰¹ Al Atoom, S. A., Alafi, K. K., & Al-Fedawi, M. M. (2021). The effect of social media on making investment decisions for investors in Amman Financial Market. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 15(6), 934-960.

³⁰² Les mêmes stocks sont des titres dont la popularité, souvent rapide et virale, provient d'activités sur les réseaux sociaux. Le terme trouve son origine dans les « memes » internet partagés dans les forums de type *Reddit* et plus précisément la section « *Wallstreetbets* ».

³⁰³ Espeute, S., & Preece, R. (2024). The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media (Executive Summary). Espeute, Serena and Preece, Rhodri, *The Finfluencer Appeal: Investing in the Age of Social Media (Executive Summary)*(January 25, 2024). CFA Institute Research and Policy Center.

³⁰⁴ Le terme « influenceur » est désormais défini dans la loi et désigne « les personnes physiques ou morales qui, à titre onéreux, mobilisent leur notoriété auprès de leur audience pour communiquer au public, par voie électronique, des contenus visant à faire la promotion, directement ou indirectement, de biens, de services ou d'une cause quelconque exercent l'activité d'influence commerciale par voie électronique ».

³⁰⁵ Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, Guide de bonne conduite – Influenceurs et créateurs de contenus, juin 2023. Voir [Cartographie des marchés et des risques 2023](#) (point 4.3.4) de l'AMF pour plus de détails.

³⁰⁶ Le module spécialisant dans la publicité financière vient compléter les certificats d'influence responsable déjà distribués par l'ARPP. Un autre module sur les jeux d'argent est également proposé en collaboration avec l'Autorité nationale des jeux. A date, 40 certificats ont été délivrés.

Dans un papier de discussion sur la digitalisation des services d'investissement³⁰⁷ publié en décembre 2023, l'ESMA évoque un encadrement plus important des services de publicité et de marketing d'instruments et services financiers, notamment dans le cas d'influenceurs, suivant les dispositions du cadre français, notamment. En termes de responsabilité, l'ESMA estime ainsi qu'il revient aux entreprises d'investissement de s'assurer de la bonne information distribuée aux investisseurs, y compris lorsque celle-ci est diffusée en contractant un influenceur pour faire la promotion de titres et services financiers.

4.3.3. De nouvelles pratiques digitales

La digitalisation des services financiers expose les investisseurs particuliers à des pratiques pouvant influencer leurs décisions d'investissement. L'ESMA³⁰⁸ liste ainsi le recours à des techniques comportementales, marketing, de *gamification* ou de design (reproduisant des interfaces de paris en ligne ou de réseaux sociaux notamment) comme des outils interagissant intentionnellement ou non avec les investisseurs particuliers. La plupart de ces outils ont été présentés dans l'édition 2023 de la Cartographie des marchés et des risques. Ils sont d'autant plus risqués qu'ils sont très bien perçus par les jeunes investisseurs dont la culture financière est en construction. Le rapport sur la confiance des investisseurs du CFA Institute de 2022³⁰⁹ relate que 92 % des répondants de 25 à 34 ans estiment avoir confiance dans les « *nudges* » digitaux, c'est-à-dire des notifications « *push* » proposant de nouvelles opportunités d'investissement. Les répondants y sont globalement favorables tous âges confondus, à l'exception des plus de 65 ans (36 % d'opinion favorable).

Concernant la *gamification*, l'AMF a publié une étude, expérimentale, de M.-H. Broihanne³¹⁰ démontrant l'incidence de différents types de stimulus de *gamification* sur la prise de risque des jeunes investisseurs. Les résultats concluent à une forte incidence de la distribution de trophées aux participants. Ceux récompensant l'investissement risqué ont augmenté leur prise de risques lors de l'attribution de trophées. Inversement, les trophées récompensant l'épargne la réduisent. Il ressort également de l'expérience que les contextes permettant de copier les décisions d'investissement des individus les plus performants mènent 20 % des participants à choisir de recourir aux options de « *copy trading* » et accroissant la prise de risque de l'ensemble des participants. Ces pratiques digitales n'étant pas explicitement évoquées dans la directive MiFID II, l'ESMA a publié un papier de consultation dans lequel il interroge, entre autres, sur la mise en place de règles internes d'encadrement de l'utilisation des pratiques digitales pour en appuyer les bénéfices pédagogiques. L'autorité rappelle les bénéfices de ces techniques qui peuvent accroître l'attention et l'information des particuliers, les accompagner dans la diversification de leur portefeuille et favoriser des horizons de long terme. À l'inverse, l'autorité fait aussi état des risques de conflit d'intérêt dans la mesure où ces pratiques ne doivent pas intentionnellement promouvoir des produits plus chers ou rémunérant davantage la société les distribuant. Sur les sujets spécifiques à la *gamification*, l'ESMA estime que l'outil ne doit pas encourager les investisseurs à s'orienter vers des produits complexes et rappeler que le *trading* excessif est dangereux.

³⁰⁷ ESMA, [Discussion paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalisation](#), 14 décembre 2023

³⁰⁸ ESMA, [Discussion paper on MiFID II investor protection topics linked to digitalisation](#), 14 décembre 2023

³⁰⁹ CFA Institute, [Enhancing Investors' Trust](#), Investor Trust Study, 2022

³¹⁰ BROIHANNE, M. H. (2023). [GAMIFICATION AND COPY TRADING IN FINANCE: AN EXPERIMENT](#).

4.4. L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE (IA) DANS LES SERVICES D'INVESTISSEMENT PROPOSÉS AUX PARTICULIERS

L'accès à l'intelligence artificielle (IA) pour l'investissement des particuliers est très hétérogène³¹¹. Elle peut se faire via :

□ Une exposition indirecte lorsque l'IA est utilisée par l'intermédiaire financier

Les investisseurs particuliers peuvent investir dans des fonds (ou plus généralement des produits financiers) pour lesquels les prises de décisions par l'intermédiaire mobilisent l'IA (cf. Chapitre 2). En ce cas, l'IA est utilisée pour :

- collecter et analyser des informations propres aux clients et proposer des recommandations personnalisées ;
- proposer des services de gestion des risques ;
- assurer l'alignement de l'activité du prestataire de service d'investissement avec la réglementation en place, notamment la cohérence des recommandations et des comportements avec les dispositions en matière de protection des investisseurs dans le cadre de MiFID II ;
- accompagner la détection des fraudes.

Les recours à l'IA ne suffisent néanmoins pas à définir comment les fonds des particuliers sont alloués. En effet, les Intermédiaires/gestionnaires d'actifs peuvent utiliser ces applications, le cas échéant, pour automatiser certaines tâches ou pour les guider, mais ils restent responsables de la prise de décision. Ainsi, l'accompagnement par l'IA de la prise de décision pour les investisseurs particuliers ne constitue pas une recommandation d'investissement au sens strict et juridique du terme.

□ Une exposition directe, lorsque le particulier a recours à des applications mobilisant de l'intelligence artificielle

Les particuliers sont aussi de plus en plus nombreux à détenir des applications de type « GPT » (édités par OpenAI), à savoir des interfaces de type « Q&A » et à les utiliser à des fins d'investissement. Leur facilité d'accès et leur bas coût ayant contribué à leur développement. Des études empiriques ont évalué leur capacité à assister les décisions d'investissement. Xie et al (2023)³¹² démontre que, dans de nombreux cas, cette technologie sous-performe une prédiction des rendements des actions américaines relativement à des méthodes d'estimation avancées, mais aussi relativement à des méthodes basiques (telles que régressions linéaires sur des historiques de prix). Les performances sont toutefois améliorées lorsqu'il est demandé à l'application d'intégrer à son processus de décision des messages échangés sur le réseau social X (ex-Twitter). Néanmoins, les explications apportées en justification des recommandations de l'application sont très limitées et de médiocre qualité. Ces conclusions sont corroborées par Ko et Lee (2023)³¹³ qui précisent dans un cadre limité l'intérêt d'une utilisation de ChatGPT pour l'allocation d'actifs et la diversification de portefeuille. Certes, ils concluent à la supériorité des portefeuilles générés par l'IA mais seulement en comparaison de portefeuilles construits de manière aléatoire, et non en comparaison de portefeuilles de gestionnaires d'actifs professionnels.

4.4.1. Le rôle des robo-advisors

□ Une technologie qui peut favoriser l'accès au conseil financier

Une exposition des particuliers à l'IA a lieu via leurs interactions croissantes avec les *robo-advisors*. Ces programmes informatiques proposent des services de gestion automatisés, notamment l'allocation de portefeuille sur la base des informations transmises par les clients. Ils se fondent majoritairement sur la théorie moderne du portefeuille pour définir une allocation optimale pour un niveau de risque prédéfini. Ils permettent ainsi de résoudre des problèmes d'optimisation complexes hors de portée des clients et de proposer des architectures de choix et des interfaces en ligne améliorant l'expérience client. Leurs algorithmes peuvent aussi effectuer un suivi

³¹¹ Voir également ESMA, [Public Statement On the use of Artificial Intelligence \(AI\) in the provision of retail investment services](#), 30 mai 2024, pour une description des utilisations de l'IA dans les services d'investissements à destination des particuliers.

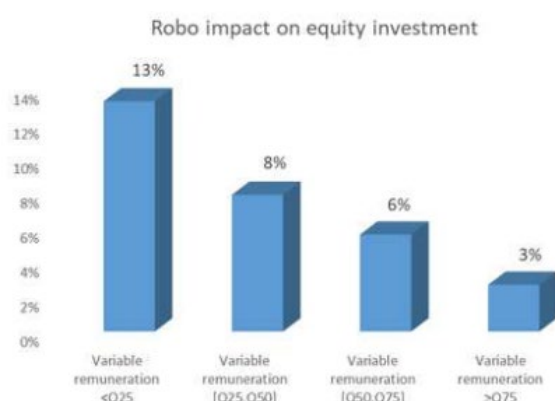
³¹² Xie, Q., Han, W., Lai, Y., Peng, M., & Huang, J. (2023). The Wall Street Neophyte: A Zero-Shot Analysis of ChatGPT Over MultiModal Stock Movement Prediction Challenges. *arXiv preprint arXiv:2304.05351*.

³¹³ Ko, H., & Lee, J. (2023). Can Chatgpt Improve Investment Decision? From a Portfolio Management Perspective. *From a Portfolio Management Perspective*.

des portefeuilles et détecter les écarts vis-à-vis du profil de risque du client, ou s'adapter aux changements d'allocation voulus par ce dernier. D'après Shanmuganathan (2020)³¹⁴, cette technologie a même le potentiel de proposer des processus de décision plus simples et efficaces, moins liés à l'affect que les gestionnaires de fortune.

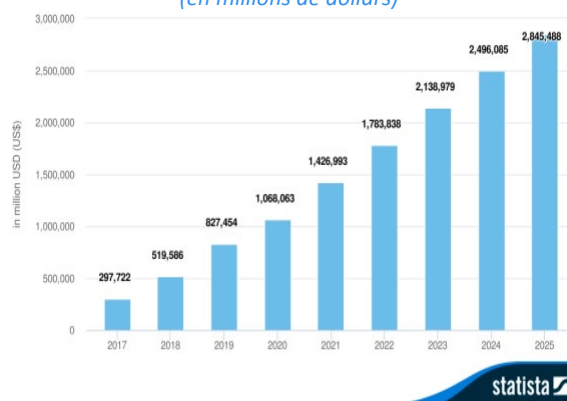
En pratique, Bianchi et Brière (2020³¹⁵ et 2024³¹⁶) ont montré que l'accès des investisseurs français aux *robo-advisors* pour gérer leur plan d'épargne en entreprise augmente l'attention portée à son portefeuille d'investissement. Par rapport aux titulaires de plans autogérés, ces investisseurs s'avèrent plus actifs et font preuve d'une prise de risque plus en cohérence avec leur profil de risque (en l'occurrence, ils accroissent cette prise de risques). Interagir avec ces interfaces réduit l'autocensure et peut favoriser l'inclusion financière, même si des problèmes de biais et de confiance sont identifiés. En effet, les auteurs montrent que le recours aux *robo-advisors* accroît l'investissement en actions des investisseurs, en particuliers pour ceux dont les revenus sont les plus modestes : il augmente de 13 % pour les investisseurs appartenant au premier quartile de rémunération. Dans le cadre considéré par les auteurs, ces changements de comportement se traduisent par des rendements ajustés du risque également en hausse, et toujours plus important pour les investisseurs les plus modestes. Les auteurs estiment une hausse des rendements de 3,84 % et de 4,75 % respectivement dans les deux premiers quartiles et de 1,53 % et 1,41 % respectivement pour les deux suivants.

Graphique 158 : Incidence des *robo-advisors* sur les investissements en actions



Source : Bianchi M., M. Brière (2023)

Graphique 159 : Actif sous gestion des *robo-advisors* dans le monde (données estimées à partir de 2021) (en millions de dollars)



Source : Robo-advisors, How do they fit the existing EU regulatory framework, in particular with regard to investor protection ?, juin 2021

Ces résultats trouvent écho sur d'autres marchés. Selon D'Acunto et al (2019)³¹⁷, les *robo-advisors* augmentent la diversification des portefeuilles des investisseurs de détail indiens. D'après Rossi et Utkus (2019)³¹⁸, aux États-Unis, les *robo-advisors* réduisent l'exposition des particuliers au marché monétaire au profit de la détention d'obligations. Ils diminuent également le risque idiosyncratique des particuliers, et tendent à les orienter vers des fonds indiciels à bas coût plutôt que vers la détention directe d'actions et de fonds actifs. Enfin, Hong, Lu et Pan (2020)³¹⁹ conclut que les *robo-advisors* rapprochent, en l'accroissant, la prise de risque des ménages chinois d'un niveau optimal.

³¹⁴ Shanmuganathan, M. (2020). Behavioural finance in an era of artificial intelligence: Longitudinal case study of robo-advisors in investment decisions. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100297.

³¹⁵ Bianchi, M., & Brière, M. (2020). Robo-advising for small investors. *SSRN Electronic Journal*.

³¹⁶ Bianchi, M., & Brière, M. (2024). Human-Robot Interactions in Investment Decisions. *Management Science* (forthcoming).

³¹⁷ D'Acunto, F., Prabhala, N., & Rossi, A. G. (2019). The promises and pitfalls of robo-advising. *The Review of Financial Studies*, 32(5), 1983-2020.

³¹⁸ Rossi, A. G., & Utkus, S. P. (2020). Who benefits from robo-advising? Evidence from machine learning. *Evidence from Machine Learning* (March 10, 2020).

³¹⁹ Hong, C. Y., Lu, X. and Pan, J. (2020), Fintech adoption and household risk-taking, NBER Working Paper No. 28063.

❑ Une technologie dont la fiabilité pose question

Les bénéfices du *robo-advice* peuvent être affectés par l'intégration d'une quantité importante et variée d'informations personnalisées. Cet ajout peut, en effet, être contre-productif. Plus le nombre de paramètres à considérer est élevé et plus l'estimation de la pondération à leur associer est complexe. L'étude de Bianchi et Brière publiée en 2021³²⁰ montre par ailleurs que cela augmente le risque d'erreurs d'estimation. Une analyse de l'ESMA³²¹ montre d'ailleurs qu'*in fine*, en pratique, les *robo-advisors* tendent à se fonder sur des algorithmes simples exploitant un nombre limité d'informations.

Une autre limite majeure du recours aux *robo-advisors* provient de leur défaut de prise en compte du contexte conjoncturel, c'est-à-dire du positionnement dans le cycle économique et financier à la date où ils sont utilisés. C'est pourtant un critère essentiel de la décision d'investissement. En effet, la personnalisation de l'offre ne doit pas prendre le pas sur les fondamentaux économiques. Une étude publiée à la demande du Parlement européen en 2021³²² a rappelé que la réglementation est, aujourd'hui, neutre en technologie, signifiant que les règles de MiFID s'appliquaient de la même manière aux conseillers en investissements physiques et aux *robo-advisors*. Ainsi, les *robo-advisors*, comme tout conseiller en investissement, ont l'obligation :

- d'éviter et de révéler tout conflit d'intérêts (MiFID2, art. 23) ;
- de n'agir que de manière honnête, équitable et professionnelle qui serve au mieux les intérêts des clients (MiFID, art 24 et 25) ;
- d'obtenir et prendre en compte les connaissances et la tolérance au risque des clients pour ne leur recommander que les services et instruments financiers qui leur conviennent et, en particulier, adaptés à leur capacité à subir des pertes (MiFID 2, art 25) ;
- de comprendre les produits financiers proposés et recommander ainsi qu'évaluer leur compatibilité avec les besoins des clients (MiFID 2, art 25).

Néanmoins, force est de constater que l'encadrement des nouvelles technologies dans le cadre réglementaire existant présente des limites. L'étude du Parlement européen interroge ainsi sur le potentiel d'application correcte de la réglementation pour les *robo-advice*. Alors qu'une personne physique peut expliquer les conseils financiers prodigués à sa clientèle et justifier son alignement avec les exigences évoquées ci-dessus, le processus de décision des *robo-advisors* demeure très opaque. En cas de litige, il peut être difficile pour ces derniers de démontrer que les conseils proposés peuvent avoir été inadaptés voire reposant sur des informations erronées.

Dans ce contexte, la communication de l'ESMA de mai 2024³²³ rappelle la responsabilité de la société d'investissement dans l'élaboration d'une structure de gouvernance robuste, à même d'encadrer les performances et l'influence de l'IA dans les services proposés. De nombreux contrôles internes sont ainsi nécessaires pour :

- s'assurer de l'utilisation efficiente des données par l'IA ;
- évaluer les processus de génération d'information par l'IA ;
- s'assurer de l'alignement des recommandations sur les besoins, l'expérience, les compétences, et les objectifs des clients.

Enfin, dans le but d'accroître la transparence de l'activité des *robo-advice*, et plus globalement de l'utilisation de l'IA dans les services distribués aux clients de détail, l'ESMA milite pour faire apparaître de manière claire aux clients toutes les interactions qui mobilisent de l'IA dans les sociétés d'investissement.

4.4.2. Intelligence artificielle et risque d'arnaque

L'intelligence artificielle alimente de nouveaux risques pour les particuliers, désormais exposés aux *deepfakes*. Au-delà des *fake news*, ces informations sans fondements et potentiellement malintentionnées, les investisseurs particuliers sont désormais confrontés à un nombre croissant de *deepfakes*, ces manipulations numériques (audio et visuelles) attribuant un message à une personne. Les attaques de ce type se multiplient, profitant de l'IA pour

³²⁰ Bianchi, Milo and Brière, Marie, Robo-Advising: Less AI and More XAI? (April 12, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3825110> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3825110>

³²¹ ESMA, [Artificial intelligence in EU securities markets](#), 1er février 2023.

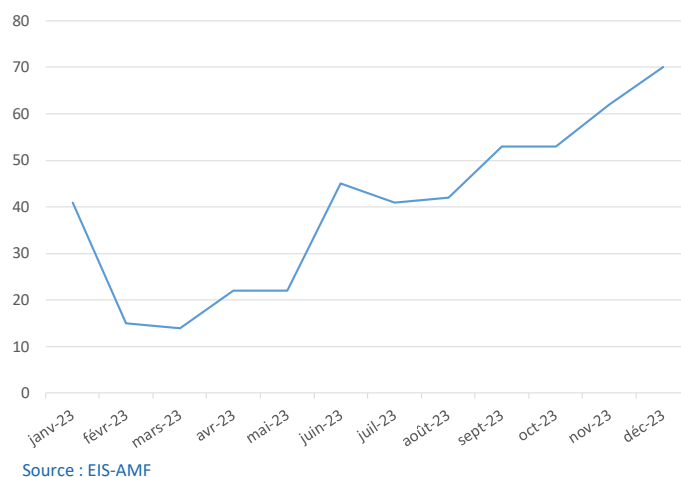
³²² Maume, P. (2021). *Robo-advisors: How Do They Fit in the Existing EU Regulatory Framework, in Particular with Regard to Investor Protection?*: Study Requested by the ECON Committee. European Parliament.

³²³ ESMA, [Public Statement On the use of Artificial Intelligence \(AI\) in the provision of retail investment services](#), 30 mai 2024.

usurper l'identité de personnes de confiance, de supérieurs hiérarchiques ou encore de personnalités publiques. À titre d'exemple, en Inde, une vidéo du PDG de la Bourse de Bombay (Sundararaman Ramamurthy) prodiguant des conseils en investissements a été générée par IA et publiée sur les réseaux sociaux, influençant les transactions d'investisseurs particuliers³²⁴.

Bien qu'une causalité directe ne puisse être établie entre le risque de *deepfake* et le nombre d'arnaques en France, on constate que le nombre de signalements d'usurpations d'identités reçus par l'AMF (sur la plateforme AMF Épargne Info Service) a sensiblement augmenté en 2023.

Graphique 160 : Nombre d'usurpations d'identité recensées par AMF Épargne Info Service



³²⁴ ³²⁴ [En Inde, le deepfake, la nouvelle technique d'arnaque financière qui se répand](#), Julien Bouissou, Le Monde, le 10 mai 2024.

LISTE DES ACRONYMES

ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	EFrag	European Financial Reporting Advisory Group (Groupe consultatif européen sur l'information financière)
ADL	Anti-dilution levies	ELTIF	European Long Term Investment Funds
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)	EMEA	Europe Middle East & Africa
AEX	Amsterdam Exchange	EMIR	European Market Infrastructure Regulation
AFG	Association française de la Gestion Financière	ESG	Environnementaux, sociaux et de gouvernance
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive	ESMA	European Securities and Markets Authority (AEFM)
AMM	Automatic Market Maker	ESRB	European Systemic Risk Board
APP	Asset Purchase Programme (programme d'achat d'actifs)	ESRS	European Sustainability Reporting Standards
ARPP	Autorité de Régulation Professionnelle de la Publicité	ETC	Exchange Traded Commodities
ASAP	Accélération et simplification de l'action publique	ETF	Exchange Traded Fund (Produit indicel coté)
ASPIIM	Association française des sociétés de placement immobilier	ETH	Ethereum
AT1	Additonal Tier 1	ETN	Exchange Traded Notes
BCE	Banque centrale européenne (ECB)	ETP	Exchange-Traded Products
BDC	Business Development Companies	EV	Enterprise Value
BoJ	Bank of Japan	FCA	Financial Conduct Authority
BRI	Banque des Règlements Internationaux (BIS)	FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
BTC	Bitcoin	FCPI	Fonds Commun de Placement dans l'Innovation
CBoE	Chicago Board Options Exchange	FCPR	Fonds communs de placement à risque
CBOT	Chicago Board of Trade	FED	Réserve Fédérale des États-Unis
CCC	Chambre de compensation centrale	FIA	Fonds d'investissement alternatif
CCP	Chambres de compensation centralisées	FIA	Futures Industry Association
CDS	Credit default swap (Dérivés sur risque de crédit)	FIP	Fonds d'Investissement de Proximité
CCER	Certified Emission Reduction program	FMI	Fonds monétaire international
CeFI	Finance centralisée	FPCI	Fonds Professionnel de Capital investissement
CERS	Conseil Européen du Risque Systémique (ESRB)	FPS	Fonds Professionnels Spécialisés
CISSM	Center for International and Security Studies	FSB	Financial Stability Board
CLO	Collateralized Loan Obligations	GEO	Global Emission Offset
CLS	Continuous Linked Settlement System	GES	Gaz à effets de serre
CMU	Capital Market Union	GNL	Gaz naturel liquéfié
CNAV	Constant Net Asset Value	HCJP	Haut comité juridique de la Place financière de Paris
CNIL	Commission nationale de l'informatique et des libertés	HF	Hedge funds
CoCos	Contingent Convertible Bonds	HFT	High-frequency trading
COFRAC	Comité français d'accréditation	HQLA	High Quality Liquid Assets
CPME	Confédération des petites et moyennes entreprises	IA	Intelligence artificielle
CRO	Chief Risk Officers	ICMA	International Capital Market Association
CSF	Conseil de stabilité financière	IFRS	International Financial Reporting Standards
CSDR	Central Securities Depositories Regulation	INSEE	Institut national de la statistique et des études
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive	IOSCO	International Organization of Securities Commissions (OICV)
DARES	Direction de l'animation de la recherche, des études et des statistiques	IPO	Initial Public Offering (introduction en bourse)
CT	Consolidated tapes	ISIN	International Securities Identification Number
DDADUE	Diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne	ISDA	International Swaps and Derivatives Association
DeFI	Finance décentralisée	ISSB	International Sustainability Standards Board
DEX	Échanges décentralisés	LBO	Leveraged BuyOut
DICI	Document d'informations clés pour l'investisseur	LDI	Liability Driven Investment
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation	LMT	Liquidity management tools
DORA	Digital Operational Resilience Act	LVNAV	Low Volatility Net Asset Value (Fonds à valeur liquidative volatile)
DTO	Derivative Trading Obligation	LTAF	Long-term Asset Funds
EBA	European Banking Authority	MACF	Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization	MATIF	Marché à Terme International de France
ECB	European Central Bank (BCE)	MiCA	Markets in Crypto-Assets Regulation
EEE	Espace Economique Européen	MIF	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
EEX	European Energy Exchange	MIFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
EFAMA	European Fund and Asset Management (Association européenne de la gestion d'actifs)	MMF	Money Market Funds
		MMFR	Money Market Fund Regulation
		MTF	Multilateral Trading Facility
		NAV	Net Asset Value
		NBFI	Non-Bank Financial Institution
		NFT	Non Fongible Tokens
		NSCC	National Securities Clearing Corporation
		NYSE	New York Stock Exchange
		OAS	Option-Adjusted Spread
		OCABSA	Obligations convertibles et bons de souscription d'actions

OCC	<i>Options Clearing Corporation</i>
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
ODTE	Zero Day to Expiration
OEE	Observatoire de l'épargne européenne
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
OPC	Organisme de placement collectif
OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
OPCIP	Organisme de placement collectif immobilier professionnel
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
OPPCI	Organisme professionnel de placement collectif immobilier
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
ORPS	Organismes de retraite professionnelle supplémentaire
OTC	<i>Over The Counter</i> (de gré à gré)
PACTE	Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation de l'Entreprise
Pb	Point de base
PE	Private Equity
PEA	Plan d'épargne en actions
PEE	Plan d'épargne entreprise
PEI	Plan d'épargne interentreprises
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
PER	<i>Price Earnings Ratio</i>
PERCO	Plan d'épargne pour la retraite collectif
PERECO	Plan d'Epargne Retraite d'Entreprise Collectif
PFOF	<i>Payment For Order Flow</i>
PGE	Prêt garanti par l'État
Phelix	Physical Electricity Index
PIB	Produit intérieur brut
PME	Petites et moyennes entreprises
PMI	<i>Purchasing Managers Index</i>
PSAN	Prestataire de services sur actifs numériques
PSCA	Prestataire de services sur crypto-actifs
PSI	Prestataire de services d'investissement

PSPP	<i>Public Sector Purchase Programme</i>
PPV	Prime de partage de la valeur
QE	Quotas d'émissions
RTS	<i>Regulatory Technical Standards</i>
SCI	<i>Sociétés civiles immobilières</i>
SCPI	Société civile de placement immobilier
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEF	<i>Swap Execution Facility</i>
SEQE	Système d'échange de quotas d'émission
SFDR	<i>Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>
SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
SGP	Sociétés de gestion de portefeuille
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SLP	Sociétés de libre partenariat
SPOT	Supervision des pratiques opérationnelle et thématique
SRP	<i>Structured Retail Products</i>
STIR	<i>Short-term interest rate derivatives</i>
SVB	<i>Silicon Valley Bank</i>
TIC	Technologies de l'Information et de la Communication
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
TPE	Très petites entreprises
TREM	<i>Transaction Reporting Exchange Mechanism</i>
TTF	Taxe sur les transactions financières
UC	Unités de Compte
UE	Union européenne (EU)
VNAV	Variable Net Asset Value (Fonds à valeur liquidative variable)
WAM	<i>Weighted Asset Maturity</i>
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WLA	<i>Weekly Liquid Assets</i>

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 :	Inflation dans l'OCDE et évolution des prix des matières premières.....	13
Graphique 2 :	Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales.....	13
Graphique 3 :	Évolution des taux directeurs de banques centrales	13
Graphique 4 :	Inflation aux États-Unis et en Europe	14
Graphique 5 :	Prix du fret maritime	14
Graphique 6 :	Évolution des coûts de production (<i>var sur un an, %</i>)	14
Graphique 7 :	Croissance de l'économie mondiale (en %) et décomposition	15
Graphique 8 :	Contribution à la croissance économique en Europe et aux États-Unis	16
Graphique 9 :	Indice PMI des directeurs d'achats (<i>Purchasing Managers Index</i>)	16
Graphique 10 :	Confiance des ménages	16
Graphique 11 :	Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans	17
Graphique 12 :	<i>Spreads</i> de taux souverains par rapport au <i>Bund</i> à 10 ans.....	17
Graphique 13 :	Rendements réels des obligations souveraines 10 ans	17
Graphique 14 :	Taux des obligations <i>corporate</i>	18
Graphique 15 :	<i>Spreads</i> marchés obligataires <i>corporate</i>	18
Graphique 16 :	Indices CDS <i>corporate</i> en Europe	18
Graphique 17 :	Bénéfices attendus et valorisations boursières	19
Graphique 18 :	Évolution des indices boursiers	19
Graphique 19 :	Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis	19
Graphique 20 :	Performances des valeurs américaines	20
Graphique 21 :	Évolution de l'indice Euro Stoxx 600.....	20
Graphique 22 :	Évolution comparée des indices boursiers selon la taille des entreprises – France	20
Graphique 23 :	Dividendes et rachats d'actions en France	21
Graphique 24 :	Dividendes et rachats d'actions en Europe et aux États-Unis.....	21
Graphique 25 :	Émissions obligataires dans le monde	21
Graphique 26 :	Émissions obligataires <i>high yield</i> , Monde.....	21
Graphique 27 :	Émissions obligataires sur le segment de la finance durable.....	22
Graphique 28 :	Introductions en bourse selon les zones géographiques.....	22
Graphique 29 :	Émissions d'actions hors IPO	23
Graphique 30 :	Émissions d'obligations convertibles	23
Graphique 31 :	Émissions d'AT1 en Europe.....	23
Graphique 32 :	Primes de risques sur les marchés actions	24
Graphique 33 :	Évolution de l'indice <i>Skew</i>	24
Graphique 34 :	Performances des valeurs cycliques et défensives du Stoxx 600.....	25
Graphique 35 :	Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières au niveau mondial	25
Graphique 36 :	Encours de dette spéculative par maturité pour les sociétés non financières au niveau mondial.....	26
Graphique 37 :	Encours de dette spéculative par maturité pour les sociétés financières au niveau mondial.....	26
Graphique 38 :	Évolution des crédits bancaires aux sociétés non financières.....	26
Graphique 39 :	Variation de la demande nette de prêts aux entreprises en zone euro	26
Graphique 40 :	Évolution du nombre de défaillances en France.....	27
Graphique 41 :	Évolution du nombre de sociétés cotées.....	30
Graphique 42 :	Capitalisations boursières.....	33
Graphique 43 :	Volumes de transaction sur actions.....	33
Graphique 44 :	Price-Earnings Ratio	33
Graphique 45 :	Capitalisation boursière en Europe	33
Graphique 46 :	Évolution des parts de marché par lieu d'exécution	34
Graphique 47 :	Volumes échangés sur Euronext Paris.....	35
Graphique 48 :	Distribution des parts de marché des volumes échangés au <i>fixing</i> pour les titres du CAC 40	35
Graphique 49 :	Volumes échangés sur les marchés obligataires français	38
Graphique 50 :	Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée	39
Graphique 51 :	Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités	40
Graphique 52 :	Le marché du <i>repo</i> en Europe.....	40
Graphique 53 :	Taux pratiqués sur les obligations souveraines des pays <i>core</i> de l'Union européenne	40
Graphique 54 :	Dérivés de gré à gré - montant notionnel global	44
Graphique 55 :	Montants en valeur de marché brute.....	44

Graphique 56 :	Expositions brutes de crédit	44
Graphique 57 :	Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie	45
Graphique 58 :	Encours mondial (notionnel) des <i>credit default swaps</i> par type de contrepartie.....	45
Graphique 59 :	Activité des prestataires de service d'investissement (PSI) français	46
Graphique 60 :	Prix des contrats Euronext.....	49
Graphique 61 :	Nombre de contrats MATIF échangés	49
Graphique 62 :	Positions ouvertes et cours sur le contrat MATIF blé Euronext.....	50
Graphique 63 :	Positions brutes sur contrats blé par catégorie d'acteurs	50
Graphique 64 :	Prix de l'énergie en Europe.....	51
Graphique 65 :	Cours du contrat <i>futures</i> sur les quotas d'émission de CO2 européen	52
Graphique 66 :	Cours des principaux crypto-actifs en euros.....	56
Graphique 67 :	Capitalisation boursière des principaux « <i>stablecoins</i> »	56
Graphique 68 :	Cours des 19 principaux crypto-actifs en dollars	59
Graphique 69 :	Analyse du co-mouvement entre crypto-actifs	59
Graphique 70 :	Indicateurs de centralité des crypto-actifs	60
Graphique 71 :	Indicateurs de centralité de la finance traditionnelle.....	60
Graphique 72 :	Volumes échangés sur les 10 plus grandes plateformes d'échange de crypto-actifs.....	61
Graphique 73 :	Volumes échangés sur Uniswap (toutes versions) et sur le reste des DEX.....	61
Graphique 74 :	Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique	67
Graphique 75 :	Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par type d'industrie visée.....	67
Graphique 76 :	Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale (hors fonds de fonds), par grande juridiction de domiciliation des fonds.....	73
Graphique 77 :	La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée.....	73
Graphique 78 :	Évolution des flux nets de souscription-rachat.....	74
Graphique 79 :	Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe et répartition par juridiction	75
Graphique 80 :	Évolution des fonds monétaires français.....	76
Graphique 81 :	Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire	77
Graphique 82 :	Évolution de la <i>weighted asset maturity</i> (WAM).....	77
Graphique 83 :	Évolution des fonds actions français	81
Graphique 84 :	Évolution des fonds obligataires français	82
Graphique 85 :	Évolution des fonds diversifiés français.....	82
Graphique 86 :	Évolution des fonds français « autres »	83
Graphique 87 :	Marché français de la gestion : gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises)	86
Graphique 88 :	Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m ²	88
Graphique 89 :	Évolution des volumes d'investissements sur l'immobilier d'entreprise en Île-de-France.....	88
Graphique 90 :	Encours des principales catégories de fonds immobiliers	88
Graphique 91 :	Évolution des encours mondiaux des fonds de finance privée.....	95
Graphique 92 :	Encours mondiaux des fonds de finance privée	95
Graphique 93 :	LBO : investissement, désinvestissement et levées de capital dans le monde.....	96
Graphique 94 :	Les fonds de finance privée restent attractifs pour les investisseurs institutionnels	96
Graphique 95 :	Levées de capital par zone géographique en Europe	96
Graphique 96 :	Levées de fonds et désinvestissement des fonds de <i>private equity</i> européens	96
Graphique 97 :	Levées de fonds du capital investissement français	97
Graphique 98 :	LBO : multiples d'acquisition	98
Graphique 99 :	LBO : TRI à 10 ans	98
Graphique 100 :	Durée de détention des firmes cédées par les fonds de LBO	98
Graphique 101 :	Valorisation des cibles et part de dette dans le financement des LBO en Europe	99
Graphique 102 :	Émissions de prêts syndiqués par les LBO	99
Graphique 103 :	IPOs vs. P2P en Europe	100
Graphique 104 :	Cessions des LBO	100
Graphique 105 :	Fonds de dette privée : encours gérés* et détention par les particuliers	101
Graphique 106 :	Levées de fonds des fonds de dette privée français.....	101
Graphique 107 :	Stratégies des fonds de dette en Europe.....	101
Graphique 108 :	Nombre de LBO financés par le crédit syndiqué et par les fonds de dette privée.....	101
Graphique 109 :	Nombre de "non-LBO" financés par le crédit syndiqué et par les fonds de dette privée	101
Graphique 110 :	Emprunts des LBO par maturité	103
Graphique 111 :	Ratio de couverture des intérêts des sociétés sous LBO au États-Unis	103
Graphique 112 :	Indices de performance des fonds de dette	105

Graphique 113 :	Financement des LBO <i>middle market</i> : prêts syndiqués bancaires vs. <i>direct lending</i> des fonds aux États-Unis	105
Graphique 114 :	ETF vs. fonds mutuels. Encours mondiaux et ratio	107
Graphique 115 :	ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux et ratio	107
Graphique 116 :	Encours mondiaux d'ETF actifs (<i>milliards de dollars</i>)	109
Graphique 117 :	Encours européens d'ETF actifs (<i>milliards d'euros</i>)	109
Graphique 118 :	Flux de collecte des ETF actifs en Europe (<i>milliards d'euros</i>)	110
Graphique 119 :	Encours mondial d'ETP Bitcoin* au comptant (<i>milliards de dollars</i>)	111
Graphique 120 :	ETP Bitcoin* au comptant : flux de collecte cumulés	111
Graphique 121 :	Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages	115
Graphique 122 :	Taux d'épargne des ménages par pays	115
Graphique 123 :	Enquête de conjoncture auprès des ménages	116
Graphique 124 :	Revenu disponible et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation	116
Graphique 125 :	Confiance des ménages	116
Graphique 126 :	Indice de performance de l'épargne financière des ménages	117
Graphique 127 :	Indice de performance de l'épargne financière des ménages : 10 % des ménages au patrimoine financier le plus élevé (D10) vs. 50 % des ménages au patrimoine financier le moins élevé	117
Graphique 128 :	Appétence au risque des investisseurs particuliers français	118
Graphique 129 :	Intention de souscription de placements en actions	118
Graphique 130 :	Patrimoine financier net des ménages	119
Graphique 131 :	Structure du patrimoine financier des ménages par niveau de patrimoine financier	119
Graphique 132 :	Flux nets de placements financiers des ménages	120
Graphique 133 :	Décomposition des flux de placements du poste "numéraire et dépôts"	120
Graphique 134 :	Collecte nette des unités de compte et contrats en euros	121
Graphique 135 :	Structure du portefeuille des unités de compte des assureurs français à fin 2023	121
Graphique 136 :	Actif des fonds d'épargne salariale (FCPE) par type de support	122
Graphique 137 :	Décomposition de la variation d'actif net des FCPE)	122
Graphique 138 :	Répartition des encours d'épargne en entreprises entre plans d'épargne salariale et d'épargne retraite	122
Graphique 139 :	Flux de participation, d'intéressement et d'abondement sur les plans d'épargne salariale des entreprises de 10 salariés et plus	122
Graphique 140 :	Part des salariés ayant accès à un dispositif d'épargne salariale entre 2017 et 2021	123
Graphique 141 :	Nombre de transactions sur actions des particuliers français	124
Graphique 142 :	Nombre de transactions sur ETF des particuliers français	124
Graphique 143 :	Nombre de transactions sur actions des particuliers français par tranche d'âge	125
Graphique 144 :	Nombre de transactions sur actions exécutées par les particuliers français sur les plateformes des <i>neo-brokers</i> par tranche d'âge	125
Graphique 145 :	Nombre de transactions sur ETF des particuliers français par tranche d'âge	125
Graphique 146 :	Nombre de transactions sur ETF exécutées par les particuliers français sur les plateformes des <i>néo-brokers</i> par tranche d'âge	125
Graphique 147 :	Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française	126
Graphique 148 :	Tailles moyennes des transactions sur actions et ETF exécutées par les particuliers français par intermédiaire	126
Graphique 149 :	Europe : produits structurés sur indices d'actions. Volumes de ventes trimestriels	127
Graphique 150 :	France : part des <i>autocalls</i> rachetés ou arrivés à expiration vs. part des produits encore vivants par année d'émission	127
Graphique 151 :	Distribution par maturité des volumes d'options sur S&P 500 négociés sur le CBOE aux États-Unis	129
Graphique 152 :	Part des ODTE dans le volume d'options sur S&P 500 négocié sur le CBOE aux États-Unis	129
Graphique 153 :	Niveau de risque	132
Graphique 154 :	Adaptation à un objectif de long terme	132
Graphique 155 :	Nombre de réclamations pour les acteurs non régulés, par thématiques	132
Graphique 156 :	Connaissance (autoévaluée) en matière de produits d'épargne et de placements financiers	135
Graphique 157 :	Document d'informations clés pour l'investisseurs	135
Graphique 158 :	Incidence des <i>robo-advisors</i> sur les investissements en actions	139
Graphique 159 :	Actif sous gestion des <i>robo-advisors</i> dans le monde (données estimées à partir de 2021)	139
Graphique 160 :	Nombre d'usurpations d'identité recensées par AMF Épargne Info Service	141

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Montants de marges versées et reçues	47
Tableau 2 : Répartition des fonds français (source Morningstar) selon la catégorie SFDR	84
Tableau 3 : Décomposition des titres d'OPC au portefeuille des assureurs français par code ISIN.....	86
Tableau 4 : Description des principaux types de supports	89
Tableau 5 : Encours des fonds de capital investissement français	97
Tableau 6 : Taux d'épargne des ménages français par niveau de revenu	115
Tableau 7 : Taux d'épargne des ménages français par âge	115
Tableau 8 : Rémunération des dépôts et livrets des ménages français.....	120
Tableau 9 : Structure de l'investissement en fonds des assureurs français à fin 2023.....	120

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : La relance de l'Union des marchés de capitaux : projet clé pour l'Europe	28
Encadré 2 : La convergence et l'interopérabilité des normes, condition nécessaire à la bonne mise en œuvre des cadres réglementaires de <i>reporting</i> en matière de finance durable	29
Encadré 3 : Révision du Règlement MiFIR et de la Directive MiFID II	35
Encadré 4 : Passage au T+1.....	36
Encadré 5 : Focus <i>Basis Trade</i> sur <i>Treasuries</i> US	42
Encadré 6 : Révision de EMIR	48
Encadré 7 : Fonctionnement du système d'échange de quotas européens	52
Encadré 8 : <i>Halving</i> Bitcoin	57
Encadré 9 : Bilan des évolutions réglementaires pour les fonds monétaires	78
Encadré 10 : État des lieux de la classification SFDR pour les fonds français.....	84
Encadré 11 : Travaux internationaux sur les fonds	94
Encadré 12 : Évolution du cadre applicable à la fin de vie des fonds de capital investissement en France	99
Encadré 13 : Discussions en cours sur les normes techniques de réglementation ELTIF2.....	106
Encadré 14 : Performance de l'épargne financière des ménages par niveau de patrimoine financier	117
Encadré 15 : Une évaluation des frais associés à l'investissement en fonds d'investissement de droit français	123
Encadré 16 : Une matérialisation des risques liés aux marchés boursiers en Corée en 2023	127
Encadré 17 : La complexité d'un instrument financier : un concept multiple	131

Publication réalisée par la Division Études, stabilité financière et risques de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l'Autorité des marchés financiers.

Directrice de la publication

Kheira Benhami

Équipe de rédaction

Laura Capota

Pierre-Emmanuel Darpeix

Anne Demartini

Laurent Grillet-Aubert

Clément Nouail

Secrétariat

Muriel Visage