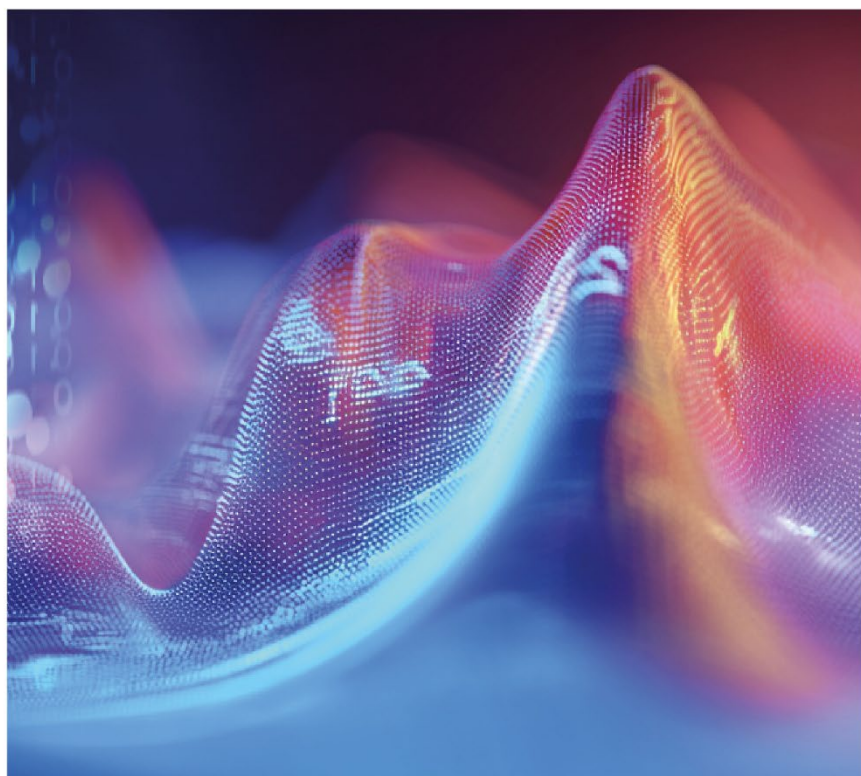


# CARTOGRAPHIE DES MARCHÉS ET DES RISQUES 2026



Achévé de rédiger le 26 juin 2026

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

<b>SYNTHÈSE</b> .....	<b>4</b>
<b>CHAPITRE 1 - FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE</b> .....	<b>9</b>
<b>SYNTHÈSE</b> .....	<b>10</b>
1.1. Les coûts de financement se durcissent .....	10
1.2. Des valorisations boursières à leur plus haut historique .....	13
1.3. Le financement des entreprises par le marché résiste .....	15
<b>RISQUES CYBER ET DÉVELOPPEMENT DES MODÈLES D'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE</b>	
<b>« FRONTIÈRES »</b> .....	<b>22</b>
<b>CHAPITRE 2 - ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS</b> .....	<b>29</b>
<b>SYNTHÈSE</b> .....	<b>30</b>
2.1. Marchés d'actions .....	30
2.2. Marchés obligataires .....	34
2.3. Marchés de produits dérivés .....	41
2.4. Marchés de matières premières .....	43
2.5. Marchés de crypto-actifs .....	53
2.6. Tokenisation .....	59
<b>CHAPITRE 3 - GESTION D'ACTIFS</b> .....	<b>67</b>
<b>SYNTHÈSE</b> .....	<b>68</b>
3.1. Bilan de l'année 2025 pour la gestion collective mondiale .....	68
3.2. Focus sur les fonds français .....	71
3.3. Gestion d'actifs et interconnexions .....	81
3.4. Fonds de finance privée : une crise de croissance ? .....	86
3.5. ETF : un marché en forte croissance en 2025 .....	94
<b>CHAPITRE 4 - ÉPARGNE DES MÉNAGES</b> .....	<b>97</b>
<b>SYNTHÈSE</b> .....	<b>98</b>
4.1. Cadrage macro-financier .....	98
4.2. Activité des investisseurs particuliers français en bourse .....	105
4.3. Intérêt des particuliers pour les crypto-actifs .....	111
4.4. Offre de produits aux investisseurs particuliers : un rythme d'innovation rapide .....	112
4.5. Essor des marchés de prédiction : enjeux européens .....	115
4.6. Arnaques ciblant les investisseurs particuliers .....	120
<b>LISTE DES ACRONYMES</b> .....	<b>121</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b> .....	<b>123</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....	<b>125</b>
<b>LISTE DES ENCADRÉS</b> .....	<b>126</b>

## SYNTHÈSE

**L'incertitude géopolitique est devenue une composante structurelle des marchés financiers.** Les tensions commerciales persistantes, les aléas sur les droits de douane ainsi que le conflit entre la Russie et l'Ukraine, désormais entré dans sa cinquième année, avaient déjà fortement fragilisé l'environnement économique et financier mondial. Le conflit au Moyen-Orient a encore renforcé l'incertitude et l'imprévisibilité auxquelles les marchés sont exposés.

**Les conséquences pour les marchés et leur stabilité dépendront désormais de l'évolution du conflit qui conditionne l'ampleur de ses répercussions économiques.** Les marchés de l'énergie ont constitué le principal canal de transmission du conflit en Iran et dans le Golfe. Ce conflit a fortement perturbé l'approvisionnement mondial en pétrole et en gaz, entraînant une hausse marquée des prix de l'énergie, doublant presque le prix du pétrole au plus haut, et un regain de volatilité sur les marchés. Les perturbations des flux commerciaux mondiaux, en particulier des livraisons énergétiques, ont également ravivé les tensions inflationnistes.

Les perspectives macroéconomiques se sont par conséquent dégradées. Alors qu'un redressement graduel de la croissance était attendu en 2026, la hausse des prix de l'énergie, le durcissement des conditions financières et le niveau élevé d'incertitude ont conduit à réviser à la baisse les anticipations de croissance à court terme. Ces évolutions devraient peser sur la consommation privée et l'investissement, alors que les effets inflationnistes du renchérissement des matières premières énergétiques commencent déjà à se faire sentir. Dans ce contexte, les marchés ont fortement revu leurs anticipations de politique monétaire : alors que des baisses de taux étaient attendues avant le déclenchement du conflit, ils anticipent désormais des hausses de taux dans plusieurs grandes économies.

**Malgré un épisode de correction et de forte volatilité, les marchés sont restés globalement ordonnés et ont fait preuve de résilience. Les vulnérabilités préexistantes continuent toutefois de se renforcer, accroissant la sensibilité des intervenants de marché à une dégradation de l'environnement macro-financier.** Les marchés actions ont rapidement rebondi après le déclenchement de la guerre, les principaux indices retrouvant, voire dépassant, leurs niveaux records, même si les marchés européens demeurent en retrait par rapport aux marchés américains et asiatiques, soutenus par les performances du secteur technologique. Restent les interrogations plus structurelles sur les niveaux de valorisation des actifs, en particulier dans les secteurs liés à l'intelligence artificielle et pour les entreprises les plus endettées. Les niveaux d'endettement, la faiblesse historique des primes de risque et la forte concentration des indices et des performances sur un nombre limité de grandes valeurs technologiques rendent les marchés plus vulnérables.

Sur les marchés obligataires, les conditions de liquidité sont restées globalement favorables. Les marchés primaires ont continué de fonctionner sans difficulté majeure, malgré le regain d'incertitude géopolitique et les tensions inflationnistes. Celles-ci ont entraîné une remontée des rendements souverains et mis un terme à la détente observée en début d'année en zone euro. Les nouvelles émissions se réalisent désormais à des coûts nettement plus élevés, les rendements retrouvant des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 2011. Alors que les niveaux d'endettement et les coûts de financement sont élevés, ces évolutions accroissent la sensibilité des marchés aux risques macro-financiers. La place croissante des *hedge funds* sur les marchés obligataires souverains, en particulier américains, pourrait amplifier les chocs de marché. Les marchés de crypto-actifs prolongent quant à eux la phase de correction engagée, la capitalisation totale du marché recule d'environ 25 % au premier trimestre 2026 et demeure inférieure de 44 % à son point haut historique.

**Les fonds d'investissement continuent de bénéficier d'effets de marché favorables.** La hausse de la valeur des actifs a soutenu l'ensemble des grandes catégories de fonds en 2025. Les fonds monétaires, actions, obligataires et mixtes ont ainsi profité d'effets de valorisation favorables, dans un environnement marqué à la fois par la bonne tenue des marchés actions et par la baisse des taux directeurs. En France, les flux de collecte sont restés positifs, quoique différenciés selon les segments. Les tensions liées au conflit ne semblent pas avoir eu d'impact significatif. Dans le même temps, les fonds immobiliers - notamment les SCPI - demeurent exposés aux fragilités persistantes du marché immobilier, caractérisées par la poursuite de la correction des prix, un faible niveau de transactions et un volume toujours élevé de parts en attente de cession.

**L'essor rapide des actifs privés se poursuit et appelle une vigilance accrue. À l'échelle mondiale, les régulateurs portent notamment une attention particulière à la croissance soutenue du crédit privé.** Les épisodes récents de rachats observés aux États-Unis mettent en évidence des risques potentiels de liquidité et de valorisation de ces actifs et soulèvent des interrogations sur l'ampleur des interconnexions de ce secteur avec le reste du secteur financier, qui s'ajoutent à la forte corrélation des risques des fonds exposés au secteur technologique. Si les risques pour la stabilité financière en France et en Europe paraissent, à ce stade, contenus, au regard de la taille limitée de ce segment, une vigilance demeure néanmoins nécessaire au regard de la croissance très rapide de ce segment de marché. L'AMF demeure attentive à l'élargissement de la distribution d'actifs peu liquides aux investisseurs particuliers, dont le crédit privé est un exemple, et qui soulève des questions similaires de liquidité et de valorisation.

**Le développement de l'intelligence artificielle, notamment des modèles « frontières », accroît les risques cyber et appelle un renforcement continu des mesures de prévention et d'adaptation.** Cette technologie constitue une transformation structurelle pour le secteur financier, marquée par un nouveau régime d'innovation rapide et continue. Si elle ouvre des gains potentiels d'efficacité, d'automatisation et de détection des risques, elle accroît simultanément les vulnérabilités cyber et opérationnelles. Les capacités accrues de ces modèles facilitent l'exploitation automatisée de failles, dans un contexte d'intensification des attaques. Les technologies émergentes, dont le calcul quantique, renforcent par ailleurs les incertitudes de moyen terme. Face à ces évolutions, le cadre européen DORA constitue un atout structurant de la résilience opérationnelle, en imposant des exigences accrues de gestion des risques technologique et de supervision des prestataires critiques. L'enjeu porte désormais sur l'adaptation continue des dispositifs de prévention et de réponse afin de limiter les risques systémiques et de préserver la stabilité financière.

**Enfin, l'épargne financière des ménages évolue dans un contexte d'innovation et de risques accrus.** Le taux d'épargne des ménages français est resté élevé en 2025 (18,3 % en moyenne), dans un contexte d'incertitude persistante, confirmant le maintien d'une épargne de précaution durable en Europe et une réallocation vers l'épargne financière, au détriment de l'immobilier et des placements peu rémunérés.

L'intérêt pour les placements de marché se renouvelle comme en témoigne la progression de l'investissement en actions et l'essor des ETF. Il est également porté par la facilitation de l'accès aux marchés par les néo-brokers et les titres fractionnés, ainsi que par l'arrivée de nouveaux investisseurs plus jeunes. L'offre de produits est marquée par le rythme d'innovation rapide, en particulier en matière d'ETF ou de produits structurés mais aussi, plus récemment, avec le développement des contrats à terme perpétuels (*perpetual futures*) et des marchés de prédictions. Ces innovations illustrent une porosité croissante entre comportements d'investissement et jeu susceptible de s'étendre davantage à l'avenir.

Enfin, si le recours à l'intelligence artificielle pour s'informer avant un investissement demeure encore limité parmi les épargnants français, il suscite un intérêt plus marqué chez les jeunes investisseurs. Dans le même temps les signalements d'arnaques, en forte hausse, portent désormais principalement sur les cryptoactifs. Les fraudes se professionnalisent et s'industrialisent, s'appuyant sur des technologies d'usurpation d'identité et des techniques de manipulation jouant sur la peur de manquer une opportunité.

Catégorie de risque	Niveau mi- 2025	Niveau mi-2026	Perspectives 2027
Risques de marché			→
Risques de liquidité			→
Risques de crédit			→

(i) Niveau de risque actuel : risque très élevé (rouge), risque élevé (orange), risque significatif (jaune)  
(ii) Perspectives d'évolution au cours de l'année suivante matérialisée par des flèches (en hausse, stable ou en baisse)

Catégorie de risque	Niveau mi- 2025	Niveau mi- 2026	Perspectives 2027
Risques de contagion			↗
Risques opérationnels dont cyber			↗
Risque environnemental			→

## Principaux facteurs de risques

### La persistance et l'intensification des tensions géopolitiques mondiales renforcent l'incertitude

- Le niveau élevé des valorisations, la forte concentration des principaux indices boursiers et la poursuite de la baisse des primes de risque maintiennent un risque élevé de correction sur les marchés financiers.
- Un enlisement du conflit au Moyen-Orient et l'absence de réouverture du Détroit d'Ormuz risquent de peser sur l'inflation, et, par voie de conséquence, sur la politique monétaire, l'activité mondiale et la soutenabilité des finances publiques.

### L'environnement macro-financier pourrait se dégrader sous l'effet des risques inflationnistes et du durcissement des conditions financières

- La révision à la baisse des perspectives de croissance et le regain des tensions inflationnistes ont conduit les principales banques centrales à mettre fin au cycle de baisse des taux.
- La forte révision des anticipations de politique monétaire par les marchés intègrent désormais plusieurs hausses de taux dans les principales économies.
- Les niveaux d'endettement et les coûts de financement élevés accroissent la sensibilité des marchés aux risques macro-financiers.

### Les nouveaux modèles d'intelligence artificielle pourraient accroître la fréquence et la sophistication des attaques

- Les récents développements de l'intelligence artificielle renforcent les capacités des acteurs malveillants et favorisent l'émergence de cyberattaques plus complexes et massives. Cette évolution pourrait être renforcée à moyen terme par le développement de l'informatique quantique.
- Les possibilités d'industrialisation des campagnes malveillantes accroissent les risques opérationnels et les vulnérabilités pour la stabilité financière.
- L'adaptation des dispositifs de cybersécurité et de gestion des risques apparaît essentielle pour les acteurs financiers.

### Les facteurs de contagion pourraient accentuer les chocs

- Le développement rapide du crédit privé et le renforcement de ses interconnexions avec les banques et les assureurs accroissent les risques de contagion au système financier.
- La présence accrue des *hedge funds* sur les marchés obligataires de dettes souveraines contribue à modifier la liquidité et à amplifier la volatilité.
- Le développement des marchés de crypto-actifs se poursuit. Ces derniers apparaissent plus volatils et davantage sensibles au contexte macro-économique et politique. De plus, les liens entretenus avec le reste du système financier traditionnel se renforcent.
- La dépendance à certains prestataires augmente.

Segment de marché	Niveau mi- 2026	Perspectives 2027
<b>Marchés (actions, obligations, dérivés, cryptos)</b> - Malgré les épisodes de volatilité, les valorisations des actifs risqués demeurent élevées et fortement concentrées sur quelques valeurs. Les primes de risque restent historiquement basses. - La forte concentration des indices boursiers sur quelques valeurs/secteurs accroît la vulnérabilité des marchés. - La liquidité des marchés se maintient mais reste très sensible aux chocs négatifs sur tous les segments de marché. - Les marchés de l'énergie et des matières premières ont été fortement perturbés par le conflit, et ces perturbations pourraient s'inscrire dans la durée. - Le marché des crypto-actifs prolonge la phase de correction engagée en octobre 2025. - Malgré une détérioration notable des conditions de marché, celles-ci se rétablissent rapidement après les épisodes de turbulences. De plus, les marchés ont connu plusieurs épisodes de correction mais ont globalement fait preuve de résilience.		→
<b>Infrastructures /risques opérationnels / risques cyber</b> - Le nombre d'attaques continue d'augmenter et reste très difficile à évaluer. - La dépendance à certains prestataires augmente. - Le développement rapide d'outils d'intelligence artificielle dits "frontières" qui facilitent l'exploitation automatisée de failles, dans un contexte d'intensification des attaques. Cette évolution pourrait être renforcée à moyen terme par le développement de l'informatique quantique. - Les niveaux de préparation à la gestion des risques cyber restent hétérogènes . - L'existence du cadre DORA en Europe devrait permettre d'améliorer la résilience opérationnelle des acteurs financiers et de mettre en place des mesures de prévention du risque cyber.		↗
<b>Gestion d'actifs</b> - Dans le contexte actuel, les chocs affectant à la fois la valeur des actifs et les besoins de liquidité des porteurs pourraient mettre à l'épreuve les fonds ouverts exposés, notamment ceux présentant un <i>mismatch</i> de liquidité important. - Les tensions persistantes sur le marché immobilier, caractérisées par la baisse des prix, la faiblesse des transactions et l'accumulation de parts en attente de cession, continuent de peser sur les fonds immobiliers. - L'essor rapide du crédit privé appelle une vigilance accrue compte tenu des vulnérabilités de ce segment et du renforcement de ses interconnexions avec le reste du système financier. - Les outils de gestion de la liquidité ont largement été déployés pour les fonds français. - Les fonds français, notamment les Fonds monétaires, n'ont pas connu de forts mouvements de rachats du choc lié à la guerre en Iran.		→
<b>Épargnants</b> - Le rythme d'innovation est rapide en particulier en matière d'ETF et de produits structurés mais aussi, plus récemment, avec le développement des contrats à terme perpétuels ( <i>perpetual futures</i> ) et des marchés de prédiction. Ces innovations illustrent une porosité croissante entre comportements d'investissement et jeu, susceptible de s'étendre davantage à l'avenir. - Si le recours à l'intelligence artificielle pour s'informer avant un investissement demeure encore limité parmi les épargnants français, il suscite un intérêt plus marqué chez les jeunes investisseurs. - Les crypto-actifs continuent de susciter l'intérêt des investisseurs français qui les perçoivent comme des actifs plus risqués que les actions mais qui les considèrent adaptés à la constitution d'une épargne de long terme. Les signalements d'arnaques, en forte hausse, portent désormais principalement sur les crypto-actifs. - Les conseillers financiers restent encore la principale source d'information des investisseurs. - Une meilleure diversification des placements comme en témoigne la forte augmentation de l'investissement en ETF. - Actions du régulateur : actions ciblées d'éducation financière notamment auprès des jeunes investisseurs.		→

(i) En noir les facteurs d'aggravation des risques et en vert les facteurs d'atténuation

(ii) Niveau de risque actuel : risque très élevé (rouge), risque élevé (orange), risque significatif (jaune)

(iii) Perspectives d'évolution au cours de l'année suivante matérialisée par des flèches (en hausse, stable ou en baisse)

# **CHAPITRE 1**

## **FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE**

## SYNTHÈSE

Depuis le début de la décennie, l'économie mondiale a été confrontée à une succession de chocs majeurs : la pandémie de la Covid-19, le conflit russo-ukrainien, la guerre commerciale et, depuis la fin février 2026, le conflit au Moyen-Orient... Alors que l'activité mondiale avait fait montre de résistance face à l'augmentation des droits de douane en 2025, la fermeture du détroit d'Ormuz et la destruction d'infrastructures pétrolières dans le golfe Persique ont conduit à une révision à la baisse des prévisions de croissance pour 2026. Ces dernières sont en outre sujettes à un important *alea*, malgré la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran en juin 2026, du fait de l'incertitude persistante relative à la durée et à l'issue finale du conflit. Une conséquence immédiate des hostilités a été la recrudescence de tensions inflationnistes, qui a conduit les banques centrales européenne et japonaise à procéder à un durcissement de leur politique monétaire au printemps 2026 et par un renchérissement du crédit aux entreprises.

Malgré le contexte peu porteur et la dégradation des perspectives économiques, les marchés financiers ont fait preuve de résilience. Le déclenchement du conflit au Moyen-Orient et le climat de forte incertitude se sont certes traduits par un nouveau pic de volatilité et une phase de correction sur les marchés boursiers en mars mais qui n'a pas perduré. Dès le mois de mai 2026, les principaux indices américains et asiatiques avaient déjà dépassé les niveaux historiquement élevés atteints en début d'année, portés par l'engouement pour l'intelligence artificielle. La plupart des indices européens quant à eux s'en rapprochaient mais restaient, à la fin du mois de juin, en repli par rapport au début du conflit, pénalisés par leur composition sectorielle. De leur côté, l'activité sur les marchés primaires est restée très dynamique, en particulier s'agissant du financement par endettement (obligataire ou dette privée), très mobilisés pour financer les investissements dans le secteur technologique.

Les risques demeurent à un niveau très élevé. Un enlisement ou une rupture des négociations au Moyen-Orient, la prolongation des perturbations dans la production et l'approvisionnement en énergie dans le golfe persique pèserait sur l'inflation, et, par voie de conséquence, sur la durée et l'ampleur du cycle monétaire restrictif, sur l'activité mondiale et la soutenabilité des finances publiques. Cet environnement pourrait amener à de nouvelles corrections sur les marchés financiers et être source de difficultés de financement pour les agents économiques.

### 1.1. LES COÛTS DE FINANCEMENT SE DURCISSENT

#### 1.1.1. Face au risque inflationniste, les banques centrales révisent leur orientation monétaire en mettant fin au cycle de baisse des taux initié en 2024

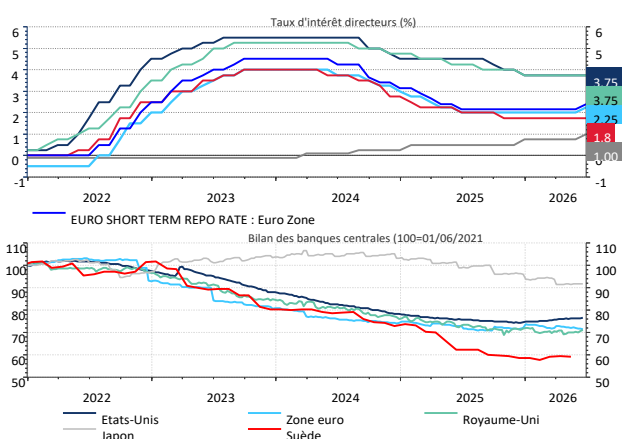
En 2024, la maîtrise du risque inflationniste avait permis à la plupart des banques centrales occidentales d'entamer un nouveau cycle de baisse des taux, avec un calendrier et une ampleur variable selon les zones géographiques. La Banque centrale européenne (BCE) a ainsi procédé à huit baisses de taux entre juin 2024 et juin 2025, son principal taux directeur passant de 4 % à 2 %, avant d'opter pour un *statu quo*. Pour leur part, la Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre ont ramené leur principal taux directeur de respectivement 5,5 % et 5 % à 3,75 % entre l'été 2024 et la fin 2025. Des baisses ultérieures étaient alors attendues dans ces deux pays.

Cette orientation accommodante s'est interrompue avec le déclenchement du conflit au Moyen-Orient fin février 2026. Le choc énergétique induit, illustré par le quasi doublement du prix du *brent* sur les quatre premiers mois de l'année et un prix qui oscille depuis entre 90 et 120 dollars le baril, a ravivé les tensions inflationnistes au niveau mondial. En mai 2026, l'augmentation sur un an des prix à la consommation s'établissait ainsi à 3,2 % dans la zone euro, et à 3,8 % aux États-Unis, bien au-delà de la cible de 2 % sur le moyen terme, et les anticipations d'inflation s'inscrivaient sur une tendance clairement haussière, tout comme les coûts de production, tandis que l'inflation sous-jacente restait modérée. Face à ce nouveau choc, les prévisions de croissance ont été revues à la baisse<sup>1</sup>. Afin de limiter la diffusion de la hausse des prix de l'énergie à l'ensemble de l'économie (effets de second tour) et éviter un décrochage des anticipations sur la partie longue de la courbe des taux, la BCE a décidé de privilégier une

<sup>1</sup> Dans ses *Perspectives économiques* de juin 2026, l'OCDE estimait la croissance de la zone euro à 0,8 % en 2026 (0,7 % pour la France), celle du Royaume-Uni à 0,9 % selon le scénario de « perturbations limitées dans le temps », avec comme hypothèses sous-jacentes un retour à la normale des routes de communication dans le golfe persique à la fin du deuxième trimestre de 2026 et, à partir de cette date, un redressement progressif de la production d'énergie. Selon ce scénario, les prix de l'énergie atteindraient un point haut au deuxième trimestre de 2026, avant de diminuer régulièrement.

politique monétaire plus restrictive en procédant à une hausse des taux de 25 points de base en juin 2026. La Banque du Japon, dans le cadre de sa politique de normalisation monétaire entamée en 2024, a opté pour une décision similaire, portant ses taux directeurs à 1 %. Pour sa part, la Réserve fédérale a, pour la première réunion du nouveau gouverneur Kevin Warsh, privilégié un *statu quo*, malgré une inflation plus élevée, le marché du travail restant résilient et les perspectives de croissance robustes, La Banque d'Angleterre et la Banque de Suède ont également choisi de maintenir leurs taux

**Graphique 1 : Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales**



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 2 : Inflation aux États-Unis et en Europe**



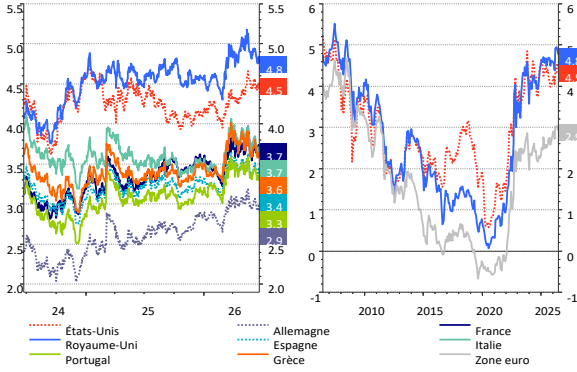
Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 25/06/2026

### 1.1.2. Les conditions de financement se dégradent, y compris, depuis le début de l'année, pour les entreprises

Depuis le début de l'année 2025, les taux souverains à long terme évoluent sur une tendance clairement haussière, pour retrouver au printemps 2026 les niveaux atteints lors de la crise des *subprimes* (Graphique 3). Cette évolution s'explique par plusieurs facteurs, notamment l'inquiétude croissante concernant les trajectoires budgétaires des États, l'augmentation du risque géopolitique liée à la persistance de tensions douanières et, surtout, au déclenchement du conflit en Iran. Une explication plus technique réside enfin dans l'augmentation de l'offre d'obligations disponibles sur le marché en raison de la baisse de la détention de titres à des fins de politique monétaire par les banques centrales<sup>2</sup>. En Europe, le rendement du Bund 10 ans a ainsi augmenté de près de plus de 120 points de base entre le début décembre 2024 et la mi-mai 2026, entraînant dans son sillage les rendements des obligations souveraines des autres États-membres de la zone euro. Le resserrement des écarts de rendements (*spreads*) des obligations souveraines au sein de la zone euro observé en 2025 s'est par ailleurs interrompu. Si l'écart entre les taux à 10 ans des États ibériques et allemand est resté relativement stable depuis le début de l'année 2026 aux alentours de 40 points de base, il s'est légèrement creusé dans le cas de la France, de l'Italie et de la Grèce, avoisinant, à la fin juin, 75 points de base (Graphique 4). Au Royaume-Uni, le taux souverain à 10 ans a atteint un point haut à 5,1 % à la mi-mai 2026, pénalisé par des tensions inflationnistes plus marquées que dans la zone euro, ainsi que par les incertitudes budgétaires et politiques, de sorte que l'écart avec le rendement des obligations allemandes s'est élargi et avoisinait 190 points de base à la fin du mois de juin 2026.

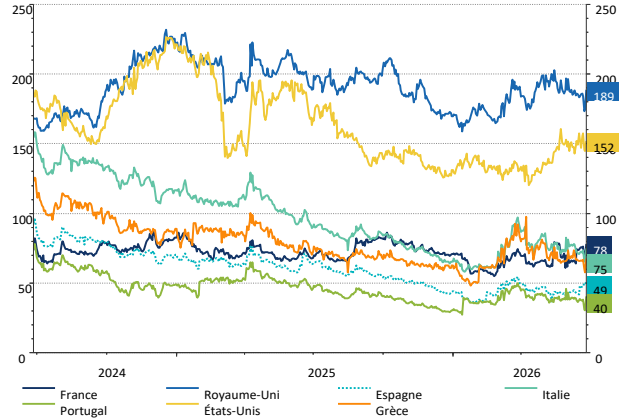
<sup>2</sup> En 2025, ces volumes ont diminué de 12 % pour la BCE.

**Graphique 3 : Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans (en %)**



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

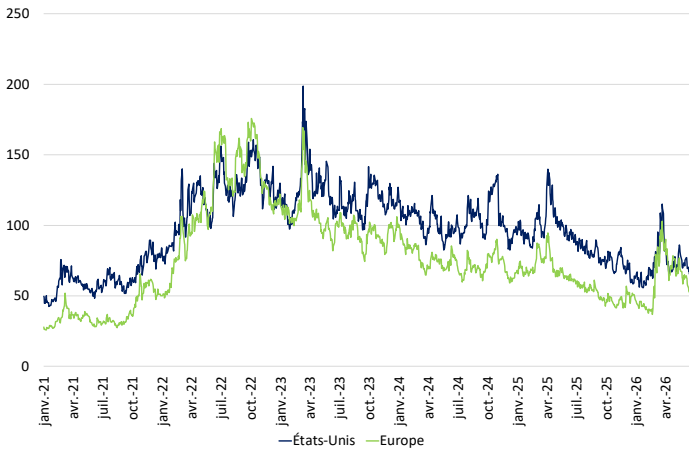
**Graphique 4 : Spreads de taux souverains par rapport au Bund à 10 ans (en points de base)**



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

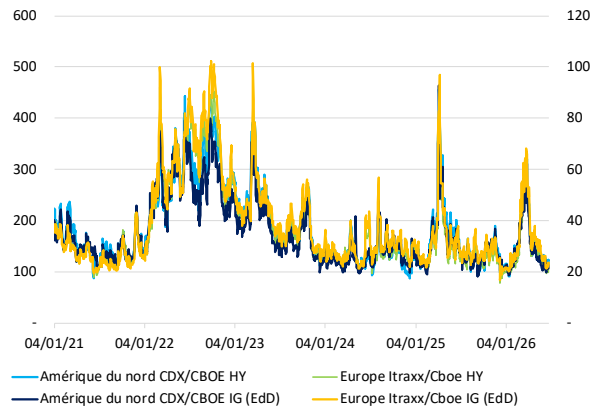
Signe de la nervosité des marchés, la volatilité obligataire a connu une nette augmentation au premier semestre, particulièrement marquée en Europe, à des niveaux néanmoins largement inférieurs à ceux des crises précédentes (Covid, invasion de l'Ukraine ou, plus récemment, *Liberation day*).

**Graphique 5 : Volatilité obligataire, marchés souverains**



Source : Bloomberg Dernière observation 25/06/2026  
Note : États-Unis = Merrill Lynch 1M UST Option Volatilité Estimate Index (MOVE)  
Europe = Merrill Lynch 1M EUR Swaption Volatility Estimate Index

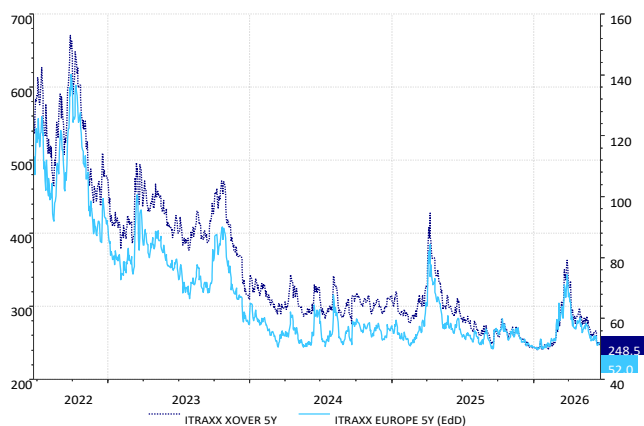
**Graphique 6 : Indices de volatilité des obligations corporate selon leur notation de crédit**



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

S'agissant des entreprises (segment *corporate*), la perception du risque s'était très nettement améliorée au second semestre 2025 avec l'atténuation des tensions commerciales induites par l'instauration par les États-Unis de droits de douanes « réciproques » au printemps. Elle s'est brutalement détériorée au début de l'année 2026 du fait du déclenchement du conflit au Moyen-Orient. Les *credit default swaps* (CDS) ont atteint un pic fin février 2026, à des niveaux toutefois bien inférieurs à ceux atteints au printemps 2025. Dans le même temps, les coûts de financement des agents privés ont augmenté, quel que soit leur niveau de risque.

**Graphique 7 : Indices CDS corporate en Europe (pb)**



Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 8 : Taux des obligations corporate à 5 ans en zone euro (%)**



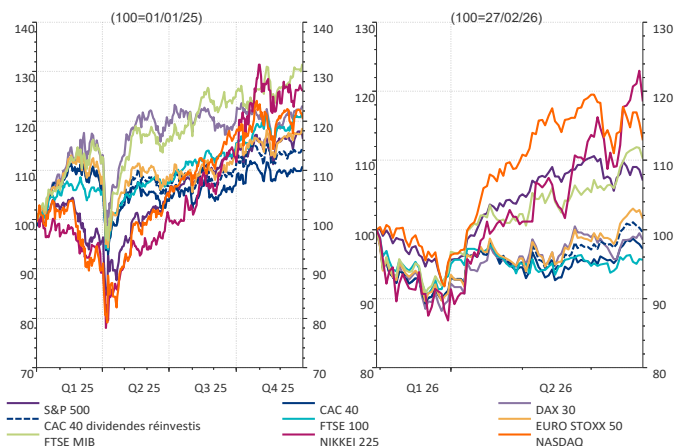
Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

Dans ce contexte, l’absence de résolution du conflit en Iran et le maintien de la fermeture au moins partielle du détroit d’Ormuz pourraient contribuer à alimenter l’incertitude et les pressions inflationnistes à travers la diffusion dans l’économie de la hausse des prix des produits énergétiques. Ces facteurs amplifient le risque d’un décrochage des anticipations d’inflation et le maintien de taux d’intérêt élevés à court et plus long terme, susceptibles de dégrader les conditions de financement de manière durable.

## 1.2. DES VALORISATIONS BOURSIÈRES À LEUR PLUS HAUT HISTORIQUE

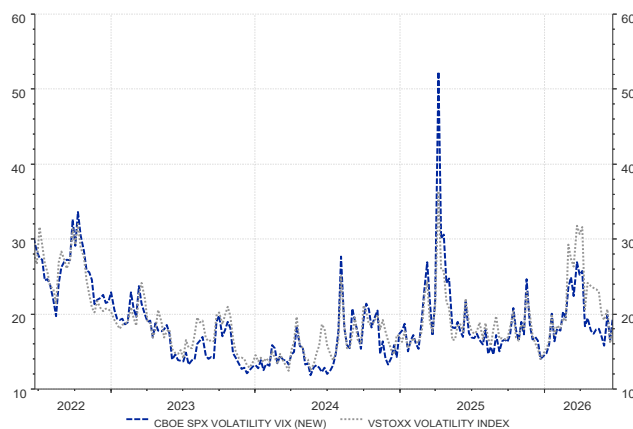
Les marchés d’actions ont affiché des performances positives depuis l’été 2025. L’amélioration, au second semestre, de l’environnement géopolitique (signature d’accords bilatéraux avec les États-Unis sur de nouveaux droits de douane) et macro-financier (avec l’orientation accommodante des politiques monétaires des banques centrales occidentales et la bonne tenue des résultats des sociétés cotées) ont porté les principaux indices boursiers à des niveaux historiquement élevés au début de l’année 2026. Le déclenchement du conflit au Moyen-Orient à la fin du mois de février 2026 s’est immédiatement traduit par un regain de volatilité, notamment en Europe, et par une correction sur les marchés d’actions au mois de mars. Ces derniers ont néanmoins rebondi dès le début du mois d’avril à l’annonce du cessez-le-feu, malgré l’enlisement du conflit et la flambée des cours du pétrole. L’engouement pour les valeurs technologiques liées à l’intelligence artificielle a conduit à la surperformance des indices du sud-est asiatique (Taïwan, Corée du sud) et des États-Unis, ces derniers atteignant à la fin mai 2026 de nouveaux plus hauts historiques. De leur côté, la plupart des indices européens restent pénalisés par leur composition sectorielle et s’inscrivaient toujours à cette date en recul par rapport à leur niveau au début du conflit. Ainsi, le CAC affichait à fin juin 2026 un repli de 2,7 % par rapport à fin février 2026, du fait du poids élevé des valeurs du luxe dans l’indice.

**Graphique 9 : Évolution des indices boursiers**



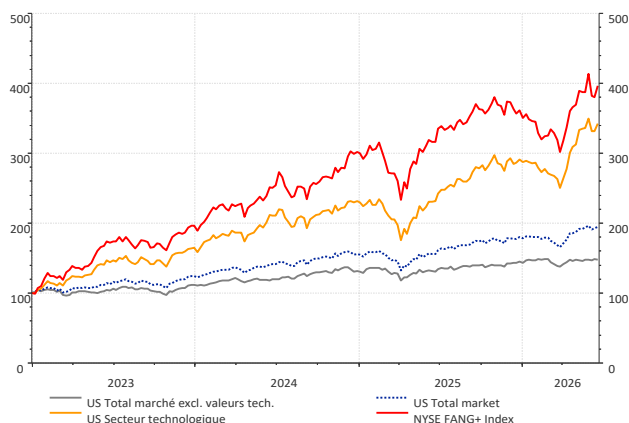
Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 10 : Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis (%)**



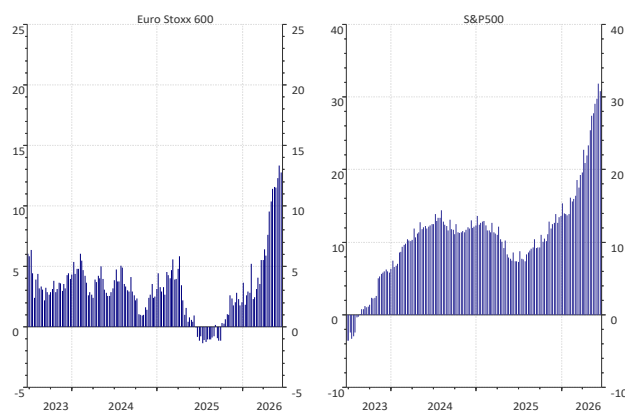
Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 11 : Surperformance des valeurs technologiques aux États-Unis (100=01/01/2023)**



Source : Eikon Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 12 : Bénéfices par action anticipés à 12 mois (glissement annuel, en %)**



Source : Eikon Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

Aux États-Unis, le ratio cours/bénéfices ajusté du cycle du S&P 500 (*Cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)<sup>3</sup> se situait toujours en juin 2026 à un niveau très supérieur à sa tendance de long terme (Graphique 13) pouvant refléter la surévaluation du marché boursier américain. Par ailleurs, les primes de risque actions<sup>4</sup> ont continué de diminuer depuis le printemps 2025 et ont atteint en juin 2026 un nouveau plus bas historique, reflétant la faible aversion au risque des investisseurs (Graphique 14). Le maintien des taux d'intérêt à un niveau durablement élevé pourrait se traduire par une nouvelle phase de correction des prix d'actifs. Par ailleurs, la forte concentration des performances des indices nationaux, voire mondiaux, sur quelques sociétés 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.

<sup>3</sup> Le ratio CAPE est calculé en divisant le prix d'une action (ou d'un indice boursier) par la moyenne des bénéfices de l'entreprise (ou des composants de l'indice) sur 10 ans, corrigée de l'inflation.

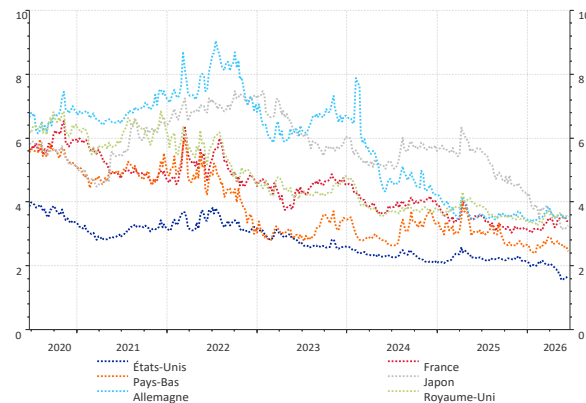
<sup>4</sup> Il s'agit du supplément de rendement anticipé par rapport au taux sans risque exigé par les investisseurs pour investir dans des actions.

**Graphique 13 : Ratio cours/bénéfice ajusté du cycle du S&P500 (CAPE-Cyclically adjusted price-to-earnings ratio)**



Source : Eikon Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

**Graphique 14 : Primes de risques sur les marchés actions**



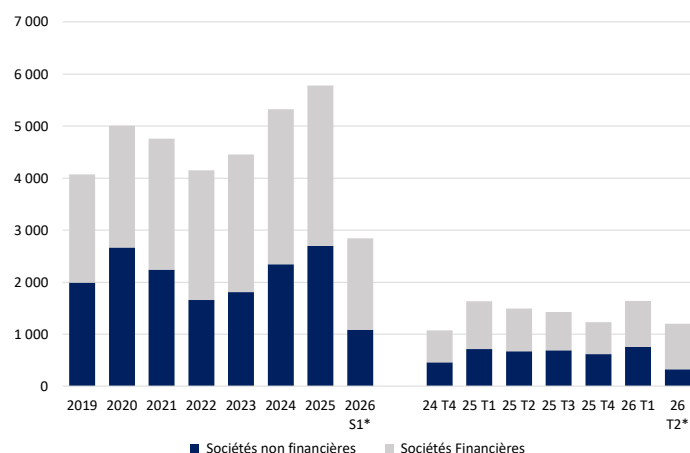
Source : Eikon Refinitiv  
Dernière observation : 25/06/2026

### 1.3. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR LE MARCHÉ RESISTE

#### 1.3.1. Des émissions d'obligations de sociétés privées toujours très dynamiques

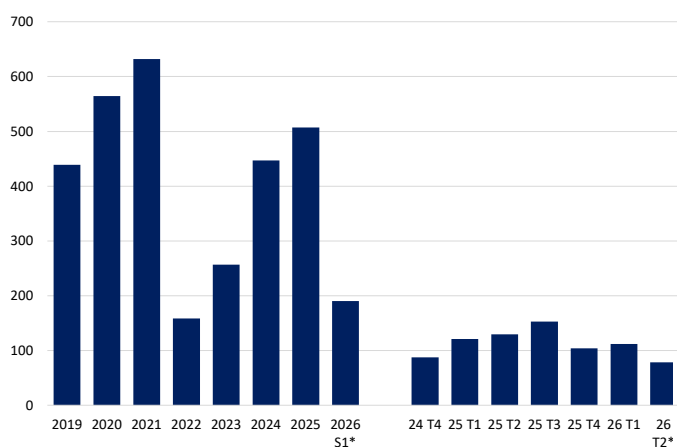
Malgré la dégradation de l'environnement macro-financier, l'activité sur les marchés primaires obligataires est restée très dynamique en 2025 et sur les premiers mois de 2026 et ce, quelles que soient la notation et la zone géographique considérées. Au niveau mondial, les montants cumulés sur un an des capitaux levés par les sociétés étaient stables à la fin du premier semestre 2026. Les émissions des sociétés non financières sont apparues particulièrement soutenues jusqu'au printemps. Dans le secteur technologique, les volumes annuels cumulés à la fin du premier semestre 2026 affichaient un quasi doublement par rapport à la même période de l'année précédente, pour financer notamment des investissements dans l'intelligence artificielle. Ce secteur représentait ainsi plus de 20 % des émissions obligataires des sociétés non financières au premier semestre 2026, contre moins de 10 % en 2024. D'une manière plus générale, les émetteurs ont profité de la baisse du coût des emprunts au second semestre 2025 pour refinancer une partie de leur dette et/ou préparer une opération de croissance externe.

**Graphique 15 : Émissions obligataires corporate dans le monde (en milliards d'euros)**



Source : Eikon Refinitiv  
\*Données au 25/06/2026

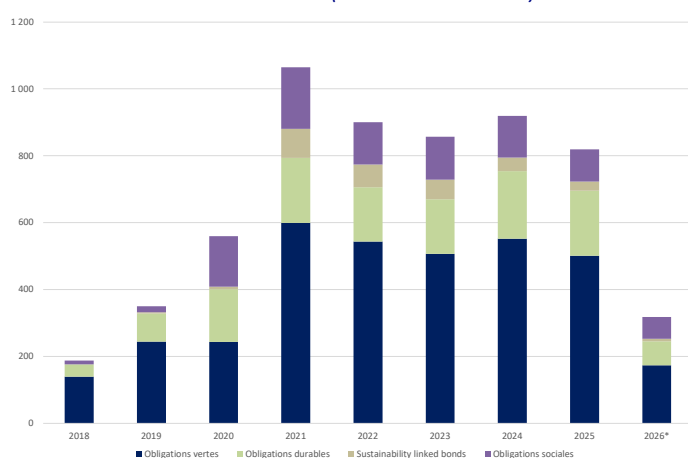
**Graphique 16 : Émissions obligataires high yield dans le monde (en milliards d'euros)**



Source : Eikon Refinitiv  
\*Données au 25/06/2026

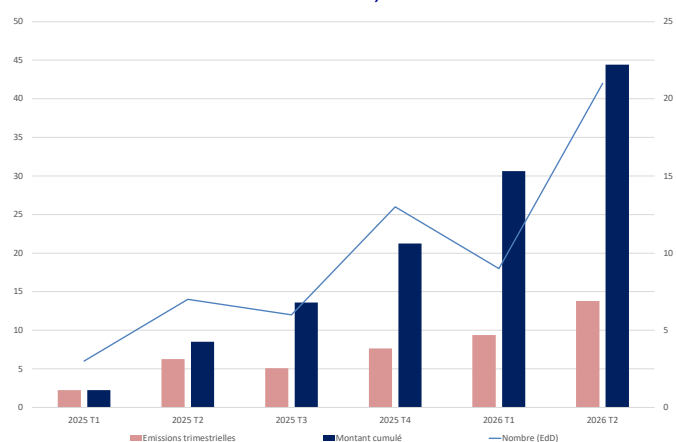
Enfin, les émissions mondiales d'obligations durables (*sustainability* et *sustainability-linked bonds*, obligations sociales ou obligations vertes<sup>5</sup>) ont fait preuve de résilience mais ont ralenti en 2025 et sur les premiers mois de 2026. Elles ont atteint 820 milliards d'euros en 2025 (soit une baisse de 10 % sur un an), dont près des deux tiers d'obligations vertes. S'agissant de ces dernières, il faut souligner le démarrage prometteur du nouveau label européen, l'EU Green Bond Standard. Depuis sa création fin 2024, et jusqu'à fin juin 2026, une trentaine d'émetteurs d'origine géographique et sectorielle variées (entreprises, institutions financières, États, organisations supranationales) ont eu recours à cet instrument. Une soixantaine d'émissions obligataires bénéficiant du label européen ont eu lieu et ont permis de lever près de 45 milliards d'euros, ce qui représente plus de 10 % de l'ensemble des émissions d'obligations vertes au sein de l'Union européenne, dont plus de la moitié sur les seuls six premiers mois de 2026.

**Graphique 17 : Émissions obligataires mondiales sur le segment de la finance durable (en milliards d'euros)**



Source : Eikon ; \*Données au 25/06/2026

**Graphique 18 : Émissions cumulées d'EU Green Bonds (en milliards d'euros)**



Source : Eikon ; \*Données au 25/06/2026

### 1.3.2. Des marchés primaires d'actions résilients dans l'ensemble face à l'aggravation des tensions géopolitiques

#### □ Le rebond des introductions en bourse marque le pas depuis le début du conflit au Moyen-Orient

L'activité sur le segment des introductions en bourse se maintient depuis l'été 2025. En 2025, la bonne tenue des marchés financiers au second semestre, induite par l'atténuation des tensions commerciales, la résilience de l'économie mondiale et l'orientation accommodante des politiques monétaires, ont constitué alors des facteurs de soutien au marché. Sur l'ensemble de l'année, le nombre et le montant des capitaux levés au niveau mondial s'est inscrit en hausse de près de 25 % à 140 milliards d'euros, à la faveur du rebond enregistré sur les places asiatiques, notamment en Chine (et plus particulièrement à Hong Kong), et à l'activité toujours soutenue aux États-Unis. En Europe, la situation est apparue plus contrastée selon les places financières. Dans l'ensemble, si le nombre d'opérations a légèrement progressé (+5 %), le montant des capitaux levés s'est replié de 9 % à près de 14 milliards d'euros. Le marché le plus actif reste celui de Stockholm, où a été enregistré l'opération la plus importante sur le vieux continent, à savoir l'introduction en bourse de Verisure, issue du *private equity*, avec 3,5 milliards d'euros de capitaux levés. La place de Londres a quant à elle enregistré un net rebond en fin d'année, avec doublement des capitaux levés en 2025 à 1,7 milliards d'euros. À Paris en revanche, seules quatre opérations ont été enregistrées en 2025, dont deux sur Euronext<sup>6</sup>, portant sur des montants très limités.

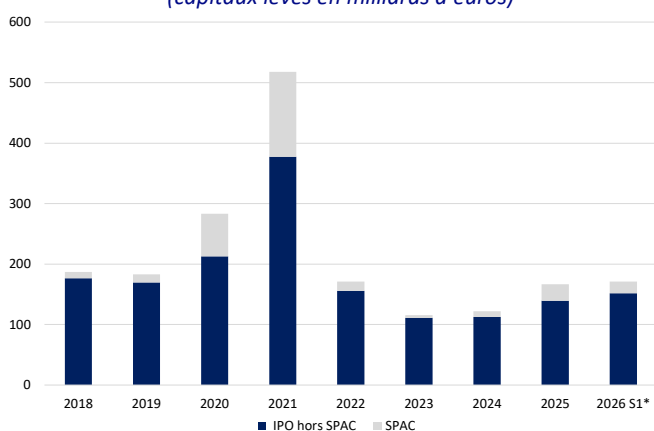
<sup>5</sup> Les *sustainability bonds*, ou obligations durables, sont des obligations dont le produit contribue à financer des projets nouveaux ou existants ayant des objectifs en matière environnementale, sociale et/ou de gouvernance (ESG). Un *sustainability-linked bond* est un emprunt obligataire 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.

<sup>6</sup> Si l'on prend en compte l'introduction de Younited Financial, également cotée sur Amsterdam.

D'une manière générale, les introductions en bourse de sociétés issues du *private equity* et du capital-risque sont apparues en nette hausse, représentant 10 % des opérations et un tiers des capitaux levés au niveau mondial. D'un point de vue sectoriel, le secteur technologique s'est avéré particulièrement actif et a représenté le quart du montant total annuel des capitaux levés en 2025. Outre les introductions traditionnelles, on note un redémarrage des SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*)<sup>7</sup> aux États-Unis où elles ont bénéficié d'un renforcement des obligations de transparence. Les montants de capitaux levés par les sociétés nouvellement introduites ont ainsi triplé en 2025 à 27 milliards d'euros, montant toutefois largement inférieur au pic atteint en 2021, à 140 milliards d'euros.

Cette dynamique positive observée sur le segment des introductions en bourse s'est infléchie durant les premiers mois de 2026 dans la plupart des zones géographiques, et tout particulièrement en Asie, dans un contexte marqué par le regain de volatilité et la hausse de l'incertitude en lien avec le conflit au Moyen-Orient. L'activité est toutefois restée robuste, en particulier aux États-Unis où les projets d'introduction de très grande taille sont en outre apparus particulièrement nombreux, dans le domaine de la défense (à l'image de SpaceX, finalement introduite en juin sur le Nasdaq, avec une levée de fonds historique de 75 milliards de dollars), dans le secteur technologique (OpenAI ou Anthropic) ou des cryptomonnaies (Kraken). Si l'on exclut l'introduction en bourse de Space X, les montants levés au premier semestre y sont restés stables par rapport au semestre précédent. En Europe, l'activité a légèrement marqué le pas, tant en termes de nombre d'opérations que de capitaux levés. Pour autant, une des plus importantes opérations enregistrées depuis le début de l'année a eu lieu sur le continent européen, à savoir l'introduction en bourse sur Euronext Amsterdam de CSG Group, issu du secteur de la défense, opération qui a donné lieu à une levée de fonds de 3,8 milliards d'euros. En France en revanche, l'activité est demeurée faible avec seulement trois opérations dont deux sur Euronext-Growth et la première introduction en bourse sur la nouvelle plateforme LISE<sup>8</sup> dédiée aux PME, à savoir ST Group dans le secteur de l'aéronautique et de la défense.

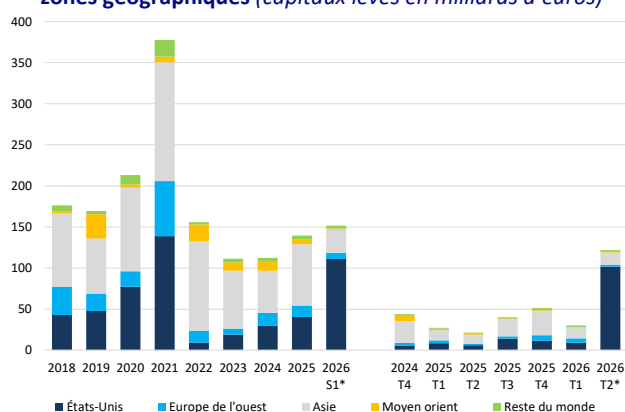
**Graphique 19 : Introductions en bourse dans le monde**  
(capitaux levés en milliards d'euros)



Source : Eikon Refinitiv

Note : \* SpaceX inclus ; Données au 25/06/2026

**Graphique 20 : Introductions en bourse hors SPAC selon les zones géographiques**  
(capitaux levés en milliards d'euros)



Source : Eikon Refinitiv

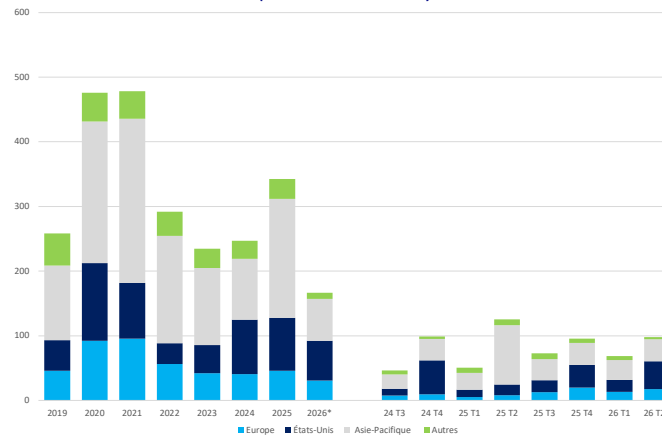
Note : Données hors SPAC ; \* SpaceX inclus ; Données au 25/06/2026

Les émissions de titres de capital d'entreprises déjà cotées sont restées dynamiques au niveau mondial en 2025 et sur les premiers mois de 2026. En Asie, un important rebond de l'activité a pu être observé, avec un quasi-doublement du montant des capitaux levés en 2025, reflétant la réalisation d'opérations de très grande taille au dernier trimestre, en particulier dans le secteur financier chinois. En Europe, l'activité a accéléré à la fin de l'année 2025. À la fin du premier semestre 2026, les montants annuels cumulés émis lors de ces opérations ont fait plus que doubler par rapport à la même période de l'année précédente à plus de 60 milliards d'euros. En France, sur la même période, les volumes ont dépassé 6 milliards d'euros. Le secteur de l'énergie est apparu particulièrement actif, avec notamment plusieurs augmentations de capital de grande taille, telles que celles réalisées par Ørsted, Iberdrola, Public Power Corp, RWE ou encore Engie, qui ont représenté à elles seules plus de 25 milliards d'euros.

<sup>7</sup> Les SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*) sont des véhicules sans objet opérationnel cotés dans le seul but de fusionner avec une société non cotée (non encore identifiée lors de la cotation du SPAC) afin de s'introduire en bourse. On parle d'« IPO de SPAC » lors de la phase introduction en bourse du SPAC et de « de-SPAC » pour désigner l'opération de fusion avec la société non cotée. Pour plus de précision, voir L. Grillet-Aubert (2021) ; SPAC : Opportunités et risques d'une nouvelle façon de se coter en bourse ; AMF Risques & Tendances ; juillet.

<sup>8</sup> Lightning Stock Exchange. Voir également ci-après.

**Graphique 21 : Émissions d’actions hors IPO**  
(milliards d’euros)

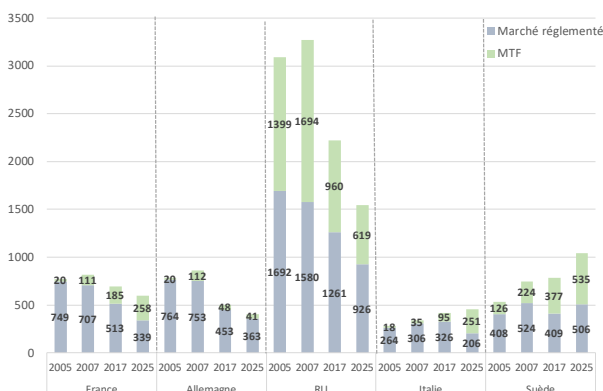


Source : Eikon Refinitiv  
\*Données au 25/06/2026

**□ L’attrition des bourses de valeurs reste une préoccupation majeure en Europe**

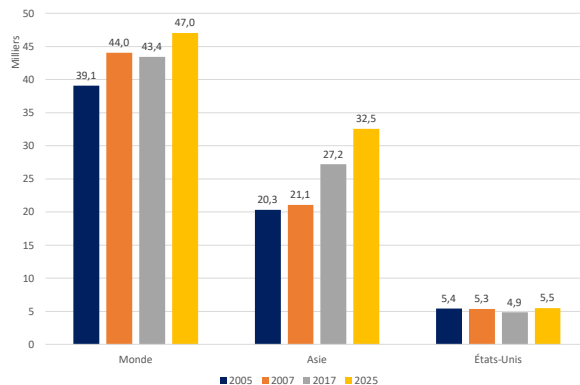
La faiblesse des introductions en bourse en Europe explique le mouvement d’attrition des cotes boursières observé depuis de nombreuses années sur la plupart des places financières. Entre fin 2007 et fin 2025, le nombre d’émetteurs cotés à Paris sur le marché réglementé Euronext-Paris a ainsi diminué de plus de 50 % et, depuis 2024, ce phénomène touche également le marché des valeurs de croissance Euronext-Growth. D’autres places financières, comme Londres et Francfort, ont-elles aussi observé des tendances similaires. Cette évolution contraste néanmoins avec le développement observé à Milan et surtout Stockholm. En Suède en effet, le nombre de sociétés cotées est en augmentation depuis 2007 y compris sur les marchés réglementés. Ce pays bénéficie à la fois d’un niveau élevé de participation des investisseurs institutionnels et des ménages aux marchés d’actions, d’un *continuum* de solutions de financement à tous les stades de développement des entreprises et d’une fluidité au sein de cet écosystème, par exemple entre les différents segments des marchés boursiers mais aussi entre marchés boursiers et *private equity* (OCDE, 2025). Dans le reste du monde aussi, les tendances apparaissent sensiblement autres. Le nombre de sociétés cotées au niveau mondial s’inscrit ainsi en hausse, en particulier en Asie et, dans une moindre mesure, aux États-Unis (Graphique 23).

**Graphique 22 : Évolution du nombre de sociétés cotées sur certaines places financières européennes**



Sources Euronext, DBAG, LSEG, Bloomberg, calculs AMF  
Notes : Données fin d’années. France : Access exclu

**Graphique 23 : Évolution du nombre de sociétés cotées (en milliers)**



Sources: WFE, Banque Mondiale, calculs AMF. Notes : Données fin d’années. 2025 Monde : Données à fin 2024 - États-Unis : NYSE et Nasdaq

La question de l’attractivité des marchés boursiers est au cœur des préoccupations de l’Union européenne où des initiatives législatives ont vu le jour ces dernières années afin de faciliter l’accès des entreprises, en particulier des PME, aux marchés de capitaux, notamment par l’adoption de mesures de simplification réglementaire, certaines d’entre elles n’étant pas encore entrées en application. Le *Listing Act*, qui prévoit par exemple l’extension des

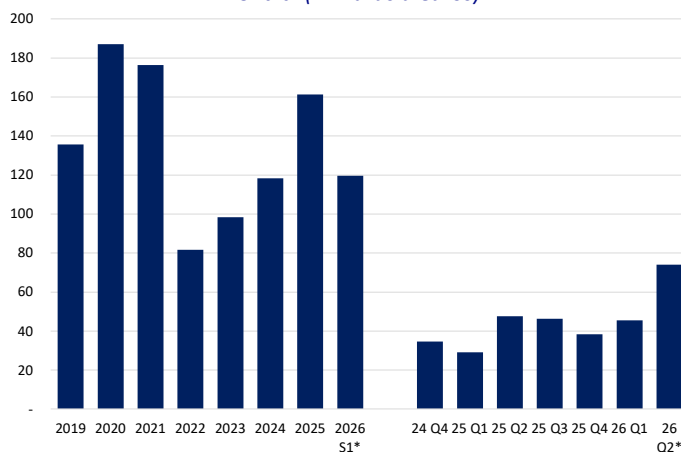
exemptions de prospectus et la création d'un prospectus spécifique pour les opérations initiées par les PME-ETI, ou la Directive Omnibus relative à la publication d'informations extra-financières, en sont une illustration.

Depuis l'été 2025, plusieurs initiatives innovantes ont également pu être observées, qui visent à remédier à la diminution de l'attractivité des marchés et à faciliter le financement des sociétés. On notera ainsi en France la création de la plateforme LISE dédiée aux PME. Il s'agit de la première infrastructure de marché permettant à la fois l'émission, l'enregistrement, le transfert et le stockage d'instruments financiers « tokenisés », c'est-à-dire inscrits dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé (« DLT »), le règlement-livraison se faisant par ailleurs en temps réel<sup>9</sup>. On peut également mentionner au Royaume-Uni l'initiative PISCES<sup>10</sup>, *sandbox* qui permet pendant cinq ans la création de plateformes multilatérales exemptées du statut de plateformes de négociation au sens de MIFIR, ainsi que des exigences des règlements Prospectus et Abus de marché. L'objectif principal de cette initiative est d'offrir aux entreprises non cotées un accès à un marché secondaire régulé tout en les exonérant d'une partie des exigences réglementaires habituellement associées à la cotation sur une plateforme de négociation, et de fournir aux investisseurs un moyen encadré d'entrer au capital de ces entreprises en bénéficiant d'une meilleure liquidité. La *sandbox* est opérationnelle depuis juin 2025 et, un an après son lancement, quatre acteurs, dont le London Stock Exchange, étaient autorisés à opérer par la *Financial Conduct Authority* (FCA).

#### □ Un environnement macro-financier toujours extrêmement favorable aux obligations convertibles

Le segment des obligations convertibles est apparu particulièrement dynamique tout au long de l'année 2025 et sur les premiers mois de l'année 2026. Les montants annuels levés ont dépassé 200 milliards d'euros à la fin du premier semestre, soit une hausse de plus de 50 % sur un an. L'activité est demeurée très soutenue aux États-Unis qui constitue l'essentiel du marché. Elle a par ailleurs quasiment doublé en Europe à plus de 20 milliards d'euros, avec des émissions principalement en Allemagne et en France. Ce segment de marché hybride bénéficie en effet depuis 2024 de la conjonction de plusieurs facteurs favorables, à savoir un environnement financier marqué par un regain de volatilité et une forte incertitude, des performances positives des marchés d'actions et des conditions d'emprunt attractives, avec un coupon réduit par rapport à une obligation traditionnelle dans un contexte de hausse des coûts de financement. Cet environnement explique le recours accru d'entreprises à cet instrument hybride pour refinancer une partie de l'endettement contracté au sortir de la crise de la Covid et pour répondre aux besoins massifs d'investissement stratégiques dans les secteurs de l'intelligence artificielle, de la défense et de l'énergie (Graphique 24).

**Graphique 24 : Émissions d'obligations convertibles au niveau mondial (milliards d'euros)**



Source : Eikon Refinitiv - \*Données au 25/06/2026

### 1.3.3. Le financement des entreprises par les marchés privés continue de progresser<sup>11</sup>

Les flux d'investissement en provenance des marchés privés ont continué de progresser depuis le début de l'année 2025, en dépit d'un environnement économique moins porteur. Il convient de noter qu'en Europe, ils représentent

<sup>9</sup> Sur la tokenisation des actifs, se référer au Chapitre 2, Section 2.6.

<sup>10</sup> *Private Intermittent Securities and Capital Exchange System*.

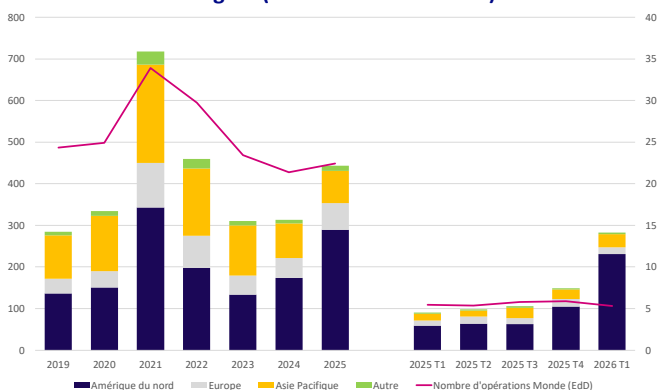
<sup>11</sup> Pour une analyse détaillée des fonds de *private equity* et *private debt*, se référer au Chapitre 3.

désormais une part significative dans la structure de financement des entreprises sur les marchés de capitaux, de l'ordre de 20 % en 2024 selon l'AFME<sup>12</sup>, contre moins de 10 % en 2014<sup>13</sup>.

Au niveau mondial, les opérations de capital-risque ont accéléré au tournant de l'année 2025, reflétant les investissements très importants dans le secteur de l'IA, avec un doublement des montants levés au premier trimestre 2026 par rapport au trimestre précédent. Les levées de fonds sont cependant apparues très concentrées sur quelques opérations de très grande taille, telle que celles effectuées par OpenAI (122 milliards de dollars) ou Anthropic (30 milliards de dollars), qui ont représenté à eux seuls plus de la moitié des capitaux levés au premier trimestre 2026. En Europe, qui a représenté moins de 15 % du marché mondial en 2025, le montant des investissements cumulés sur un an était, selon Preqin, en progression de plus de 10 % à la fin du premier trimestre 2026. En France, les capitaux investis sont restés stables en 2025 à 7 milliards d'euros, portés par les levées de fonds de Mistral AI (1,7 milliard d'euros).

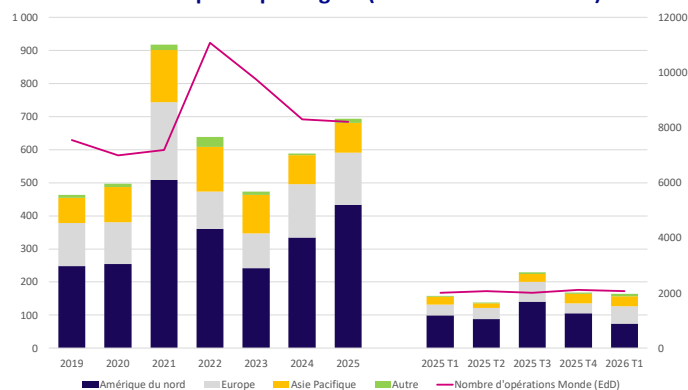
Sur le segment du capital-investissement, l'activité est également apparue soutenue sur l'ensemble de l'année 2025 malgré l'incertitude liée aux tensions commerciales et le report des baisses de taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine qui ont nettement pesé sur les investissements aux États-Unis et en Europe au premier semestre. Sur l'ensemble de l'année, le nombre d'opérations a marqué un léger recul, mais les montants investis ont affiché des performances très positives, en particulier aux États-Unis (+60 %), du fait de la réalisation d'opérations de grande taille, contre environ 10 % en Europe. En revanche, l'investissement du capital-investissement dans les entreprises françaises a atteint 18 milliards d'euros en 2025, selon France Invest, en léger recul par rapport à 2024.

**Graphique 25 : Opération de capital-risque dans les entreprises par région (en milliards de dollars)**



Source : Preqin, calculs AMF

**Graphique 26 : Opération de capital-investissement dans les entreprises par région (en milliards de dollars)**



S'agissant de la dette privée, si les États-Unis restent la région la plus prisée des investisseurs en concentrant les deux tiers des investissements, un effet de rattrapage est observé en Europe, dont la part mondiale dans les financements a progressé selon Preqin de 21 % en 2024 à 36 % en 2025<sup>14</sup>. En France, qui se positionne au deuxième rang du secteur au niveau européen derrière le Royaume-Uni, l'investissement a atteint 14,8 milliards d'euros en 2025 (+ 28 %) selon France Invest. Une collecte de données ad-hoc de l'AMF a indiqué que 16 milliards d'euros de prêts avaient été octroyés par 38 sociétés de gestion (+15 %)<sup>15</sup>.

#### 1.3.4. Les dynamiques de financement des entreprises par le crédit actuellement à l'œuvre créent des zones de fragilité

Une partie significative des émissions d'obligations et des financements privés hors bilan en 2025 et sur les premiers mois de 2026 visent à financer les dépenses d'investissement dans l'intelligence artificielle. Les dépenses d'investissement (CapEx) des principales entreprises technologiques américaines (Alphabet, Oracle, Meta,

<sup>12</sup> Association for Financial Markets in Europe.

<sup>13</sup> AFME (2025), CMU Key Performance Indicators 8th Ed., Nov.

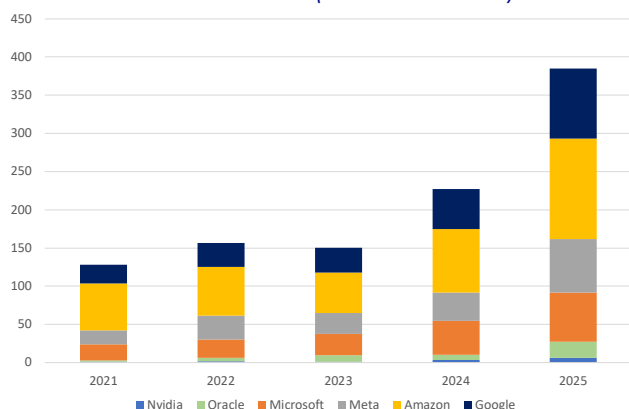
<sup>14</sup> Le rattrapage de l'Europe est, selon PitchBook, plus prononcé encore sur le segment des prêts *middle market*.

<sup>15</sup> Pour une analyse détaillée du des fonds de dette privée, se référer au chapitre 3.

Amazon, Microsoft) ont doublé en 2025 à plus de 400 milliards de dollars et les investissements dans les équipements informatiques et les logiciels aux États-Unis dans le secteur privé ont connu une très nette accélération. Le financement de ces investissements repose sur une logique de circularité, les différents acteurs (fournisseurs de *cloud computing*, développeurs de nouveaux langages, fabricants de puces) revêtant à la fois des rôles de créditeurs et de clients d'une même entité, ce qui est susceptible de fragiliser l'écosystème.

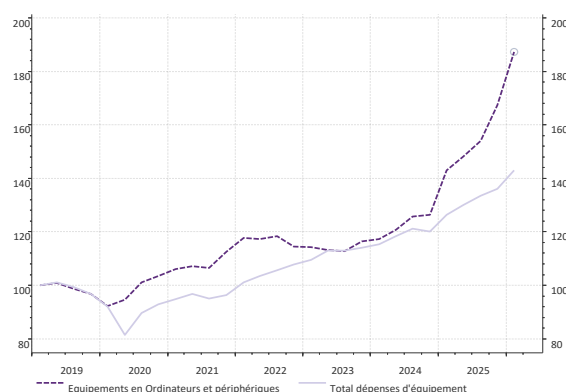
Les études empiriques les plus récentes concernant l'impact de l'IA sur les gains de productivité au niveau macroéconomique sont encore peu concluantes<sup>16</sup>. Les résultats sont très variables du fait de différences dans les modes de calcul ou le choix des hypothèses sous-jacentes, notamment sur la vitesse d'adoption de l'IA par les acteurs économiques et la capacité des entreprises à l'intégrer dans le système productif. Une forte hétérogénéité est par ailleurs constatée selon les secteurs. Certaines études tendent par ailleurs à montrer que les gains de productivité perçus par les dirigeants d'entreprises sont supérieurs à ceux effectivement mesurés<sup>17</sup>.

**Graphique 27 : Capex des grandes sociétés technologiques américaines (milliards de dollars)**



Source : Eikon

**Graphique 28 : Dépenses d'investissement en équipement aux États-Unis (Base 100=01/01/2019)**



Source : Eikon

Des taux d'intérêt durablement élevés pourraient contribuer à fragiliser les emprunteurs, en particulier les émetteurs obligataires non cotés et sur le marché de la dette privée où les besoins de refinancement à court terme sont élevés. Les estimations des taux de défaut sur le segment de la dette privée sont variables selon les agences de notation. Pour Fitch Ratings', le taux de défaut au cours des douze derniers mois aux États-Unis a atteint un point haut 6 % en avril 2026, les défauts observés étant liés à des défauts partiels (renégociations ou introduction de paiement des intérêts en capital - *Payment in Kind*, PIK)<sup>18</sup>. Selon Moody's, il se serait situé en 2025 dans une fourchette comprise entre 1,6 et 4,7 %, selon que l'on exclut ou non les renégociations de prêts d'entreprises en difficultés. Les agences de notation soulignent néanmoins le fait que l'opacité de cette classe d'actifs rend difficile l'estimation du risque de crédit<sup>19</sup>.

Sur le segment du *high yield*, les taux de défaut des sociétés cotées ont continué de diminuer aux États-Unis comme en Europe en 2025. Les agences de notation ne prévoient pas de dégradation en 2026 selon leur scénario central, compte tenu de la bonne tenue des résultats et des faibles besoins de refinancement à court terme. Cette tendance pourrait se poursuivre, selon le scénario central de l'agence S&P. En revanche, dans un scénario plus pessimiste qui intègre des retours sur investissement décevants dans l'IA ou une prolongation de la guerre au Moyen-Orient, les taux de défaut des sociétés classées en catégorie spéculative pourrait augmenter d'ici la fin de l'année 2026 d'environ 1 point à respectivement 4,75 % pour les États-Unis et 4,5 % en Europe<sup>20</sup>.

<sup>16</sup> Acemoglu, D. (2025). "The Simple Macroeconomics of AI." *Economic Policy*, 40 (121) 13-58; Aghion, P., & Bunel, S. (2024). "AI and Growth: Where Do We Stand?", Policy Note; IMF (2025): "The Global Impact of AI: Mind the Gap", WP/25/76

<sup>17</sup> Baslandze et alii (2026) Artificial Intelligence, Productivity, and the Workforce: Evidence from Corporate Executives, NBER, mars.

<sup>18</sup> Fitch Ratings' (2026): "U.S. Private Credit Default Rate Hits a High of 6.0% in April 2026", Mai.

<sup>19</sup> Moody's (2026): "America's corporate credit is at a tipping point", Avril

<sup>20</sup> S&P Global (2026): "Default, Transition, and Recovery: Repeat Defaulters Reached A New High In February", Mars.

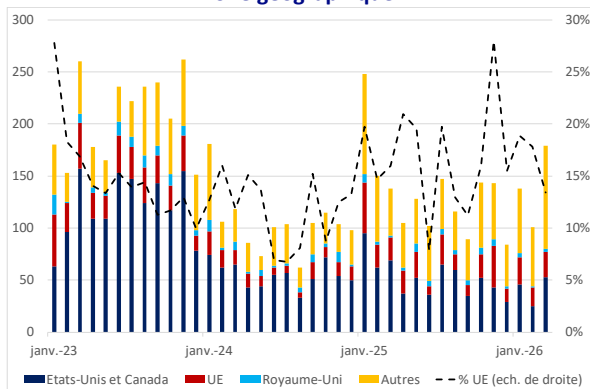
## RISQUES CYBER ET DÉVELOPPEMENT DES MODÈLES D'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE « FRONTIÈRES »

### CYBERATTAQUES : UNE HAUSSE MONDIALE ET UNE MEILLEURE VISIBILITE DES INCIDENTS EN EUROPE

#### 1. Une hausse des cyberattaques au niveau mondial dans un contexte d'information partielle et d'opacité persistante

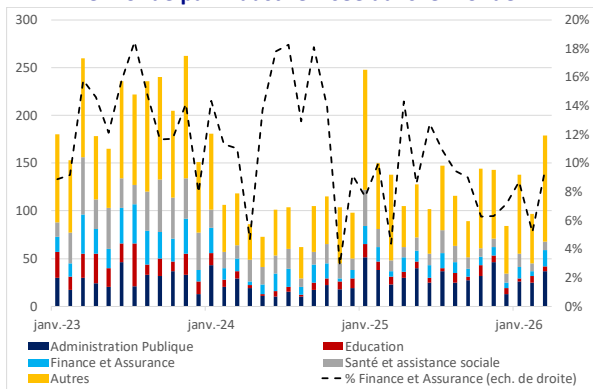
L'opacité qui entoure la survenue des incidents cyber à l'échelle mondiale, notamment pour des raisons de réputation et d'image, complique l'évaluation et la préparation face à ce risque. L'essentiel des informations sur les cyberattaques est dérivé de communications publiques des victimes ou organisation revendiquant les attaques. Les données du *Center for international ans security studies at Maryland* (CISSM) font office de référence pour le recensement des cyberattaques dans le monde. La couverture de l'institut ne peut pas être exhaustive, mais elle reste utile pour identifier des tendances et déduire la part des attaques dirigées vers l'UE. L'année 2025 a enregistré 1 594 attaques dans le monde selon le CISSM, en hausse de 27 % par rapport à 2024, dont 278 sur des entités de l'UE, soit 17 % des attaques. Le secteur de la finance et de l'assurance ont été la cible de 9 % des attaques dans le monde, en repli par rapport aux 13 % constatés en 2024.

**Graphique 29 : Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique**



Source : CISSM<sup>21</sup>, Université du Maryland

**Graphique 30 : Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par industrie visée dans le monde**



Pendant, comme évoqué plus haut, ces données ne peuvent être considérées comme complètes, d'ailleurs la contraction des incidents recensés à partir de 2024 alors que les risques cyber semblent plus pressants en atteste. Dans l'Union Européenne, les fournisseurs de services critiques ont l'obligation de rapporter les incidents de cybersécurité avec un impact significatif. D'après les dernières données disponibles de l'Agence européenne de cybersécurité<sup>22</sup> (ENISA), ces entités ont rapporté, à elles seules 1 340 incidents en 2024, en hausse de 5 % par rapport à 2023. Dans son rapport annuel<sup>23</sup>, l'ENISA a recensé 4 875 incidents entre juillet 2024 et juin 2025, soit bien plus que les données du CISSM, grâce à l'accès à des informations anonymisées partagées par les États membres de l'UE et les membres de son programme de partenariat cyber. L'industrie financière européenne y occupe une place plus faible, de l'ordre de 5 % sur la période du rapport. En revanche, 11 % des incidents rapportés avec un impact significatif sur l'activité ont ciblé des entités de la finance et de l'assurance.

L'industrie financière est, en effet, une des industries les plus ciblées par les cybermenaces. Elle concentre un grand nombre de données confidentielles, de marché et personnelles, fortement valorisées sur les marchés de revente de base de données. D'ailleurs, 64 % des attaques menées par des cybercriminelles sur le secteur financier ont concerné des violations de données.

<sup>21</sup> Harry, C., & Gallagher, N. (2018). Classifying cyber events. *Journal of Information Warfare*, 17(3), 17-31.

<sup>22</sup> ENISA, [CIRAS incident reporting](#).

<sup>23</sup> [ENISA Threat landscape 2025](#), octobre 2025.

## 2. Une meilleure visibilité des incidents majeurs en Europe grâce au cadre DORA

Le règlement DORA (Digital Operational Resilience Act) <sup>24</sup>, relatif à la résilience opérationnelle et à la gestion des incidents cyber dans le secteur financier, entré en vigueur le 17 janvier 2025, impose aux autorités européennes de supervision (ESA, *European Supervisory Authorities* <sup>25</sup>) d'établir chaque année un rapport sur les incidents majeurs liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC) <sup>26</sup>.

Le premier rapport, publié début juin, indique qu'au niveau européen, 3 383 incidents TIC majeurs ont été signalés aux autorités de supervision en 2025, soit en moyenne 0,18 incident majeur par entité financière soumise à DORA, avec une concentration particulière dans les secteurs du crédit et des paiements. Environ un tiers de ces incidents présentent un impact transfrontière, et un tiers résultent de défaillances imputables à des prestataires tiers. Malgré leur fréquence et parfois leur portée géographique, la plupart des incidents ont eu un impact limité sur les clients, les transactions et les contreparties financières, ce qui peut s'expliquer par la rapidité des mesures de remédiation, l'efficacité des dispositifs de continuité d'activité et la capacité des entités à contenir les perturbations avant leur propagation. Ces éléments soulignent la nécessité de renforcer les dispositifs préventifs et de remédiation face aux risques cyber.

En France, sur le périmètre des sociétés de gestion de portefeuille domiciliées sur le territoire, il apparaît que toutes les sociétés sont exposées au risque cyber, indépendamment de leur taille, de leur type de gestion ou de leur structure actionnariale. Ces sociétés ont subi 31 incidents majeurs en 2025, soit environ 5 % des sociétés de gestion de portefeuille assujetties au règlement DORA. Par ailleurs, 71 % de ces incidents sont liés à des cyberattaques de différentes natures (rançongiciel, ingénierie sociale, etc.), le plus souvent subies indirectement via des prestataires. Enfin, ces incidents affectent l'ensemble de la chaîne de valeur des sociétés : 44 % concernent le processus de passage d'ordres et de suivi des portefeuilles, 22 % l'accès aux données internes et 13 % les procédures d'entrée en relation.

## L'ESSOR DE L'INTELLIGENCE ARTIFICIELLE ET DES MODÈLES D'IA FRONTIÈRE, FACTEUR D'AMPLIFICATION DES CYBERMENACES

La diffusion rapide de l'intelligence artificielle dans le secteur financier, portée par l'essor de systèmes plus autonomes (« IA agentic ») et de modèles aux capacités accrues (« IA frontières »), s'inscrit dans une dynamique d'innovation soutenue. Si elle génère des gains d'efficacité, d'automatisation et de détection des risques, elle contribue également à accroître les vulnérabilités cyber et opérationnelles. La sophistication de ces modèles facilite en effet l'automatisation de l'exploitation des failles dans un contexte de menaces en intensification, tandis que certaines technologies émergentes, comme le *calcul quantique* <sup>27</sup>, renforcent les incertitudes à moyen terme.

### 1. Un renforcement significatif des capacités des modèles d'IA

Les IA dites « agentic » désignent des systèmes capables, à des degrés variables d'autonomie ou de semi-autonomie, de planifier des tâches, de prendre certaines décisions et, dans certains cas, d'exécuter des actions en chaîne pour atteindre un objectif défini. Leur potentiel pour l'industrie financière est significatif. En renforçant l'automatisation de certaines fonctions, elles peuvent améliorer l'efficacité opérationnelle, par exemple en contribuant à l'ajustement dynamique de stratégies de *pricing* en fonction de l'information de marché ou à l'exécution rapide de transactions. Ces avancées soulèvent toutefois des enjeux pour le fonctionnement des marchés qui appellent un encadrement adapté. S&P Global a notamment mis en évidence plusieurs risques potentiels, dont l'accélération des vitesses d'exécution pouvant amplifier la volatilité, la propagation de contenus

<sup>24</sup> DORA (Digital Operational Resilience Act) : [règlement \(UE\) 2022/2554 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 relatif à la résilience opérationnelle numérique du secteur financier](#).

<sup>25</sup> Elles regroupent l'autorité européenne des marchés (ESMA, *European Securities and Markets Authority*), l'autorité européenne bancaire (EBA, *European Banking Authority*) et l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (EIOPA, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*).

<sup>26</sup> Les incidents TIC majeurs sont des incidents ayant un impact négatif important sur les réseaux et systèmes d'information qui soutiennent les fonctions critiques ou importantes des entités financières.

<sup>27</sup> Se référer à la [Cartographie des marchés et des risques 2025](#) pour une analyse détaillée bénéfices et menaces liés au développement du calcul quantique.

ou signaux erronés susceptibles d'influencer d'autres systèmes automatisés, ainsi que le renforcement des risques cyber<sup>28</sup>. Dans ce contexte, les « IA agentic » peuvent également accroître la capacité de certaines cyberattaques à atteindre leurs objectifs.

Elles sont notamment mobilisées dans différents types d'attaques, tels que :

- des campagnes d'hameçonnage plus personnalisées grâce à l'automatisation des interactions avec les victimes ;
- des attaques par rançongiciel, incluant potentiellement des phases automatisées de négociation ;
- des attaques par « *prompt injection* », visant à manipuler un système d'IA pour exécuter des instructions malveillantes, notamment des fuites de données.

Début 2026, les modèles d'IA dits « frontières » (« frontier models ») ont étendu les capacités des systèmes agentiques. Ils se caractérisent par des performances élevées, une capacité accrue de raisonnement et de généralisation, ainsi que par le traitement de volumes de données importants et hétérogènes, soutenu par des capacités de calcul renforcées. Si ces modèles n'ont pas été conçus spécifiquement pour des usages malveillants, leurs capacités avancées peuvent néanmoins être détournées pour faciliter l'identification et l'exploitation de vulnérabilités, notamment en matière de sécurité informatique renforçant les inquiétudes concernant la résilience opérationnelle de l'industrie financière (encadré 1).

#### **Encadré 1 : Le développement de Mythos par Anthropic : une rupture en matière de cybersécurité**

Le 7 avril 2026, le développeur de modèles d'intelligence artificielle Anthropic a annoncé une avancée significative de ses modèles d'IA avec la publication de « Mythos », un modèle appartenant à la catégorie des modèles dits « frontières ». Selon l'entreprise, cette nouvelle version atteint un niveau de performance lui permettant d'identifier avec une grande facilité des vulnérabilités critiques, y compris de niveau complexe.

Mythos serait en mesure de découvrir un grand nombre de vulnérabilités jusqu'alors non détectées, y compris de sévérité élevée ou critique, et d'en exploiter certaines en moins d'une journée. Ces failles concerneraient un large ensemble d'acteurs jugés critiques, notamment des opérateurs majeurs de systèmes informatiques et des fournisseurs de services numériques essentiels au fonctionnement de l'industrie financière, ainsi que plusieurs institutions financières.

Cette montée en puissance des capacités d'identification et d'exploitation des vulnérabilités pourrait conduire à une automatisation accrue des cyberattaques et à une réduction significative des barrières techniques à leur mise en œuvre.

En raison de ses capacités sensibles, Anthropic a choisi de ne pas rendre cette technologie accessible au grand public à ce stade. Dès le 9 avril, la société a annoncé le report de la commercialisation de son modèle<sup>29</sup> et la mise en place d'un programme dédié, baptisé « Glasswing », visant à encadrer son utilisation en phase précoce.

L'accès a ainsi été réservé à un cercle restreint d'environ cinquante entreprises jugées critiques, comprenant des fournisseurs de services informatiques et internet ainsi que des acteurs de l'industrie financière, dont JP Morgan et Goldman Sachs.

Ce dispositif vise à permettre à ces entités d'identifier et de corriger en amont des vulnérabilités potentielles dans leurs environnements, en attendant le développement de garde-fous techniques adaptés à une diffusion plus large.

Anthropic a proposé, sur la base des standards existants, un délai pouvant aller jusqu'à 135 jours avant la divulgation publique des vulnérabilités identifiées. Ce délai se décompose comme suit :

- jusqu'à 90 jours pour permettre la mise en œuvre d'un correctif (« patch ») avant toute communication relative à la vulnérabilité ; si un correctif est déployé plus tôt, la divulgation peut intervenir dès son application ;
- 45 jours supplémentaires avant la publication de l'ensemble des informations détaillées relatives à la vulnérabilité.

Le caractère encore largement expérimental et partiellement opaque du projet ne permet pas, à ce stade, d'apprécier pleinement l'ampleur des vulnérabilités identifiées au moment de la publication de cette cartographie.

Le développement des modèles d'IA frontière ne se limite pas à Mythos, plusieurs acteurs ayant déjà commercialisé des modèles aux performances comparables ou proches, notamment OpenAI avec GPT-5.5, ainsi que d'autres éditeurs comme Google (Gemini), DeepSeek ou Mistral. Cette dynamique concurrentielle accélère la diffusion de capacités avancées, rendant les risques cyber associés immédiats et non théoriques.

<sup>28</sup> S&P GLOBAL, M. Fernández, S. Kesh, A. O'Neill, T. Kanaster & M. Canguero, [Beyond automation: Agentic AI and scaling fragmented financial markets](#), le 26 juin 2025.

<sup>29</sup> Anthropic a finalement décidé de rendre publique son IA Mythos le 9 juin 2026 mais en la bridant avec la mise en place des garde-fous pour limiter les requêtes en matière de cybersécurité

## 2. Une accélération des délais d'exploitation des vulnérabilités

Les gains de capacité des nouveaux modèles d'IA présentent un double effet. D'une part, ils permettent d'accélérer l'identification des vulnérabilités, renforçant ainsi les capacités de détection, d'analyse et de réponse aux incidents, et contribuant à une meilleure préparation face aux incidents cyber et opérationnels. D'autre part, ces mêmes capacités peuvent être exploitées par des acteurs malveillants, qui sont en mesure d'identifier plus rapidement et en plus grand nombre des vulnérabilités et d'en accélérer l'exploitation.

Dans son rapport annuel sur les cybermenaces, *CrowdStrike* estime ainsi que la vitesse d'exécution des attaques par des cybercriminels a augmenté de 65 % en 2025, avec un délai moyen d'exploitation des vulnérabilités identifiées de 29 minutes en cas d'intrusion. Cette réduction des délais d'exploitation devrait se poursuivre et s'accélérer en 2026 avec la commercialisation de modèles d'IA frontières, également susceptibles de réduire les coûts de conduite des attaques, notamment via une diminution des ressources de calcul nécessaires à leur automatisation.

Dans une étude publiée en mars 2026, l'Agence de sécurité de l'IA du Royaume-Uni (AISI) analyse la capacité des modèles d'IA à pénétrer des systèmes informatiques et à les compromettre<sup>30</sup>. Les résultats montrent que les modèles les plus performants (à février 2026) sont capables d'exécuter certaines tâches d'intrusion en environ 6 heures, contre 14 heures pour un expert humain, sans toutefois parvenir à réaliser de manière systématique l'ensemble des étapes nécessaires à une prise de contrôle complète des systèmes, ce qui limite encore l'autonomie des attaques automatisées.

Une mise à jour publiée en avril 2026, intégrant le modèle *Mythos* et ses capacités d'automatisation en chaîne, indique qu'à budget constant, ce modèle surpasse ses concurrents et présente un potentiel accru de compromission des systèmes testés, avec une prise de contrôle complète réussie dans 3 cas sur 10. Des résultats similaires ont également été observés pour GPT-5.5, avec 2 réussites sur 10 tentatives<sup>31</sup>.

## UN ENJEU STRUCTUREL D'ADAPTATION CONTINUE DES DISPOSITIFS DE CYBERSECURITÉ

### 1. Les menaces liées à l'IA : vers un nouveau normal

La disponibilité de ces outils accroît les risques pour la sécurité du système financier international :

- Multiplication des cybermenaces liée à la baisse du niveau de compétence requis : l'automatisation de l'identification et de l'exploitation des vulnérabilités, combinée à une amélioration des taux de réussite, rend les cyberattaques assistées par IA accessibles à des acteurs malveillants disposant de compétences techniques limitées.
- Augmentation de la portée et de la sophistication des attaques : la réduction des coûts et l'automatisation des cyberattaques permettent une extension du nombre de cibles. L'exploitation de données *open source* en grande quantité renforce la personnalisation des attaques via de l'hameçonnage ciblé, par rapport aux attaques génériques prévalant jusqu'ici. Les investisseurs particuliers y sont particulièrement exposés. Les autorités européennes de supervision (ESA) ont rappelé les bonnes pratiques de vigilance face à la hausse des fraudes et arnaques intégrant l'IA<sup>32</sup>.
- Un déséquilibre accru entre modèles offensifs et défensifs : les innovations en termes de cyber menaces précèdent forcément les solutions défensives. Mais la commercialisation devrait fortement creuser l'écart dans la course entre les cyberattaques et le développement des outils de cyberdéfenses.
- Accroissement de la dépendance aux infrastructures et services TIC : le système financier repose sur des infrastructures numériques interconnectées (logiciels, cloud, réseaux de communication et systèmes de paiement), concentrées sur un nombre limité d'acteurs. La compromission de ces fournisseurs, ou des infrastructures critiques dont ils dépendent, pourrait entraîner des perturbations systémiques. Le FMI

<sup>30</sup> Folkerts, L., Payne, W., Inman, S., Giavridis, P., Skinner, J., Deverett, S. & Wang, J. (2026). [Measuring AI Agents' Progress on Multi-Step Cyber Attack Scenarios](#). *arXiv preprint arXiv:2603.11214*.

La méthodologie utilisée consiste à segmenter en 32 étapes le processus d'intrusion et de prise de contrôle d'un réseau d'entreprise, à budget constant.

<sup>31</sup> AISI, blog, [Our evaluation of OpenAI's GPT-5.5 cyber capabilities](#), le 30 avril 2026. L'analyse ne partage pas le temps nécessaire par Mythos pour compléter toutes les étapes du test.

<sup>32</sup> EBA, EIPOA, ESMA, [Online financial frauds and scams in an Artificial Intelligence world](#), décembre 2025.

souligne le risque de renforcement des interdépendances entre infrastructures numériques et stabilité financière mondiale<sup>33</sup>.

Ces menaces ne sont pas conjoncturelles et ne relèvent pas d'un ajustement ponctuel des dispositifs de sécurité existants. Les modèles d'IA poursuivent une trajectoire d'amélioration rapide, tandis que d'autres innovations, notamment l'informatique quantique, renforcent également les enjeux de cybersécurité. Le secteur financier évolue ainsi dans un environnement de cybermenaces structurellement plus complexe, appelé à devenir la norme. L'enjeu central réside désormais dans l'adaptation continue des dispositifs de prévention et de réponse, afin de limiter les risques systémiques et de préserver la stabilité financière.

Les approches reposant principalement sur la correction a posteriori des vulnérabilités (« patching ») apparaissent de plus en plus insuffisantes. Certaines analyses mettent en évidence que des vulnérabilités anciennes, parfois non détectées, peuvent rester exploitables sur de longues périodes, y compris plusieurs décennies. La correction des failles doit désormais s'inscrire dans des cycles beaucoup plus courts. Cette évolution est susceptible de peser plus fortement sur les acteurs de petite taille, disposant de ressources plus limitées pour absorber ces exigences accrues.

Pour répondre à cette accélération, plusieurs institutions publiques (FMI<sup>34</sup>, BCE<sup>35</sup>) ainsi que des acteurs privés (*CrowdStrike*<sup>36</sup>, *Google Threat Intelligence*<sup>37</sup>) recommandent l'intégration de l'IA dans les dispositifs de cybersécurité, afin de renforcer les capacités de détection et de réponse en temps réel.

De son côté, l'AMF a inscrit la résilience opérationnelle des acteurs financiers régulés, et en particulier leur résilience face au risque cyber, parmi ses priorités stratégiques. Compte tenu des dernières évolutions, elle a publié un appel au renforcement des dispositifs de résilience opérationnelle des acteurs financiers face à la croissance rapide des menaces liées à l'IA<sup>38</sup>. L'AMF invite ainsi les acteurs à se référer aux bonnes pratiques reconnues, notamment celles de l'ANSSI en matière d'hygiène informatique, ainsi qu'aux exigences du cadre DORA et aux normes techniques, orientations et publications des autorités européennes de supervision. Elle prévoit également de lancer plusieurs actions de sensibilisation auprès des sociétés de gestion de portefeuille, des prestataires de services de financement participatif et des prestataires de services sur crypto-actifs. Enfin, à l'occasion de son rapport sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants, l'AMF réalisera une étude thématique sur la prise en compte, par les conseils d'administration et de surveillance des sociétés cotées, des risques liés à l'intelligence artificielle, à la cybersécurité et à la géopolitique<sup>39</sup>.

## **2. Des cadres réglementaires de l'IA encore fragmentés, avec une approche européenne structurée autour de l'IA Act et de DORA**

Les systèmes d'intelligence artificielle demeurent relativement récents, tout comme les cadres réglementaires qui les encadrent, lesquels sont encore en cours de structuration à l'échelle internationale. Les dispositifs existants restent ainsi hétérogènes selon les juridictions.

Aux États-Unis, il n'existe pas de cadre réglementaire spécifique imposant des obligations contraignantes aux développeurs d'IA. Les agences fédérales, au premier rang desquelles le National Institute of Standards and Technology (NIST), privilégient une approche fondée sur la *guidance* et les bonnes pratiques. Le cadre de gestion des risques associé ne comporte pas d'obligations juridiques, mais définit des recommandations en matière de cybersécurité, de robustesse et de gestion des risques.

<sup>33</sup> FMI, T. Adrian, T. Gaidosch & R. Ravikumar, [Financial stability risks mount as artificial intelligence fuels cyberattacks](#), le 7 mai 2026.

<sup>34</sup> FMI, T. Adrian, T. Gaidosch & R. Ravikumar, [Financial stability risks mount as artificial intelligence fuels cyberattacks](#), le 7 mai 2026.

<sup>35</sup> Interview with Frank Elderson, Vice-Chair of the Supervisory Board of the ECB and Member of the Executive Board of the ECB, [Supervision Newsletter, 13 May 2026](#). Le vice président du conseil de surveillance de la BCE appelle d'ailleurs le secteur bancaire à redoubler d'efforts pour identifier leurs vulnérabilités en utilisant des outils d'IA.

<sup>36</sup> Crowdstrike, [2026 Global Threat Report](#)

<sup>37</sup> Google Threat Intelligence Group, C. Charrier, J. Sadowski, Z. Work, C. Lecigne, B. Sevens & F. Plan, [Look what you made us patch: 2025 zero-days in review](#), le 5 mars 2026.

<sup>38</sup> AMF, [Résilience cyber : l'AMF appelle les acteurs financiers à renforcer leurs dispositifs face à l'évolution rapide des menaces liées à l'intelligence artificielle](#), le 3 juin 2026.

<sup>39</sup> AMF, [Comment la gouvernance des sociétés cotées tient-elle compte de l'intelligence artificielle, la cybersécurité et la géopolitique ? C'est ce sur quoi l'AMF décide de se pencher en 2026 dans son rapport sur le gouvernement d'entreprise](#), le 3 juin 2026.

En Europe, l'*IA Act*<sup>40</sup>, publié en juin 2024, introduit un cadre contraignant imposant des obligations de documentation, d'évaluation et de gestion des risques pour les modèles présentant un risque systémique. Plus largement, l'Union européenne dispose, avec DORA, d'un cadre transversal de résilience opérationnelle numérique dans le secteur financier, relativement avancé à l'échelle internationale. Bien que le règlement ne couvre pas directement les risques liés à l'intelligence artificielle, son adoption étant antérieure à la généralisation des modèles d'IA dits « modernes », il constitue néanmoins un cadre structurant pour la résilience opérationnelle dans un environnement de cybermenaces en évolution rapide, notamment alimentées par les usages de l'IA.

Il impose notamment :

- la mise en place d'un cadre de gestion des risques liés aux TIC, incluant les risques cyber ;
- la notification des incidents majeurs liés aux TIC aux autorités compétentes ;
- la réalisation de tests de résilience opérationnelle numérique ;
- l'encadrement du recours à des prestataires tiers de services TIC, y compris les risques contractuels et opérationnels associés ;

le partage volontaire d'informations relatives aux menaces cyber et aux vulnérabilités entre acteurs du secteur financier.

Dans ce contexte, DORA exige des entités financières de mettre en place des dispositifs permettant d'identifier rapidement les activités anormales et les points de défaillance potentiels significatifs, contribuant ainsi à renforcer leur capacité de réaction et leur résilience face à l'intensification des risques cyber et technologiques.

---

<sup>40</sup> <https://artificialintelligenceact.eu/fr/ai-act-explorer/>



## **CHAPITRE 2**

# **ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS**

## SYNTHÈSE

Les marchés actions ont poursuivi leur dynamique haussière en 2025, malgré une volatilité accrue liée à plusieurs événements politiques et géopolitiques, notamment la montée des tensions commerciales puis le déclenchement du conflit avec l'Iran au début de l'année 2026. Ces épisodes de tensions se sont accompagnés d'une hausse de l'activité et des volumes échangés. Malgré plusieurs phases de correction parfois marquées, les marchés sont demeurés globalement ordonnés et ont fait preuve de résilience. Par ailleurs, en termes de structure de marché, la tendance au déplacement de la négociation vers les systèmes d'enchères se poursuit, en particulier vers les phases de *fixing* des plateformes transparentes. Plus de la moitié des volumes quotidiens échangés sur les valeurs du CAC 40 sur Euronext sont désormais exécutés lors du *fixing* de clôture.

Le conflit avec l'Iran a provoqué un choc d'offre entraînant une hausse rapide des prix de l'énergie, en particulier du pétrole. Ce choc a toutefois été mieux absorbé qu'en 2022 après l'invasion de l'Ukraine, grâce à des stocks de gaz naturel élevés et à une plus grande diversification des approvisionnements, même si ses effets apparaissent plus persistants. Dans ce contexte, l'or a atteint de nouveaux records, confirmant son statut de valeur refuge en période d'incertitude géopolitique. Les matières premières agricoles ont été relativement peu affectées par les tensions énergétiques. L'année confirme, en revanche, la montée en puissance des intervenants financiers sur ces marchés, historiquement dominés par les acteurs physiques.

Sur les marchés obligataires, les volumes échangés ont progressé en 2025, particulièrement au premier semestre, maintenant la liquidité à un niveau historiquement élevé. Cette dynamique reflète la bonne tenue des marchés souverains, malgré une concentration accrue de la liquidité par rapport à 2024, ainsi que des marchés de crédit, y compris sur le segment *high yield*. Au début de l'année 2026, les volumes ont continué d'augmenter tandis que la concentration observée sur les titres souverains s'est réduite. Le choc lié au conflit avec l'Iran a temporairement dégradé les conditions de liquidité, mais a été globalement, une nouvelle fois, bien absorbé par les marchés. Le marché du *repo* a confirmé sa normalisation, avec des volumes records en 2025. La progression de l'activité des *hedge funds* sur les marchés souverains, principalement américains, contribue toutefois à accroître les risques liés à l'effet de levier sur ce marché.

Les marchés de crypto-actifs ont été marqués par une forte volatilité en 2025, alternant phases de hausse et corrections brutales. La corrélation des principaux crypto-actifs avec les marchés actions américains a continué de se renforcer, confirmant leur sensibilité accrue aux évolutions macroéconomiques et politiques aux États-Unis.

Enfin, la tokenisation des actifs financiers révèle un fort potentiel de création de valeur sur de nombreux segments de l'industrie financière. Son développement rapide favorise les gains d'efficacité et l'accès au financement et à l'investissement, mais s'accompagne également de nouveaux risques qu'il convient d'appréhender.

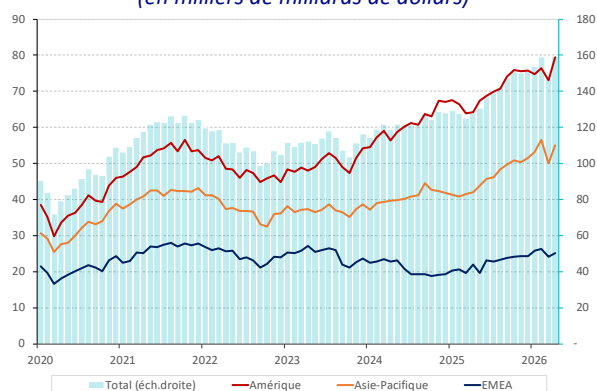
## 2.1. MARCHÉS D' ACTIONS

### 2.1.1. Des capitalisations boursières et des volumes mondiaux en forte hausse en 2025

En 2025, la capitalisation boursière mondiale progresse de 18 %, dépassant 150 000 milliards de dollars. Après un début d'année en retrait lié aux tensions commerciales et à l'escalade douanière, les marchés repartent à la hausse dès le deuxième trimestre. La dynamique est portée par l'ensemble des régions, avec une contribution particulièrement marquée de la zone EMEA (+26 %), qui met fin à trois années de contraction, et de l'Asie-Pacifique (+23 %), tandis que les Amériques progressent plus modérément (+13 %). Ces dernières conservent toutefois plus de 50 % des capitalisations mondiales, soutenues par les grandes valeurs technologiques, dont les *Magnificent 7*. En mars 2026, les conséquences du conflit en Iran ont mené à une correction de 7 % des valorisations par rapport à février. Le mois d'avril a conduit à un rattrapage ramenant les valorisations à leur niveau de février, proche de 160 000 milliards de dollars.

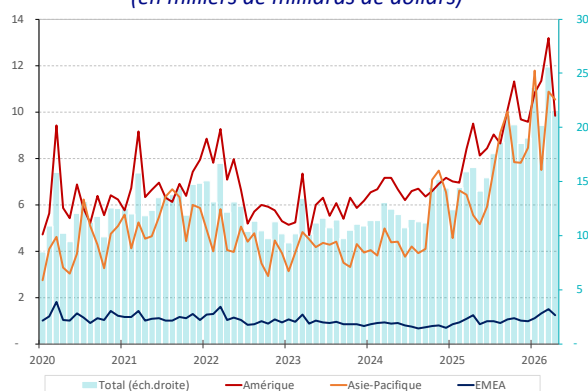
Parallèlement, les volumes de transactions sur actions augmentent fortement en 2025 (+37 %), pour atteindre 200 000 milliards de dollars. La croissance est particulièrement soutenue en Asie-Pacifique (+45 %), devant les Amériques (+32 %) et l'EMEA (+24 %). En mars 2026, le choc de volatilité lié au conflit en Iran entraîne une nouvelle hausse des volumes d'échanges mondiaux (+25 % sur un mois).

**Graphique 31 : Capitalisations boursières**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE, AMF

**Graphique 32 : Volumes de transaction sur actions**  
(en milliers de milliards de dollars)



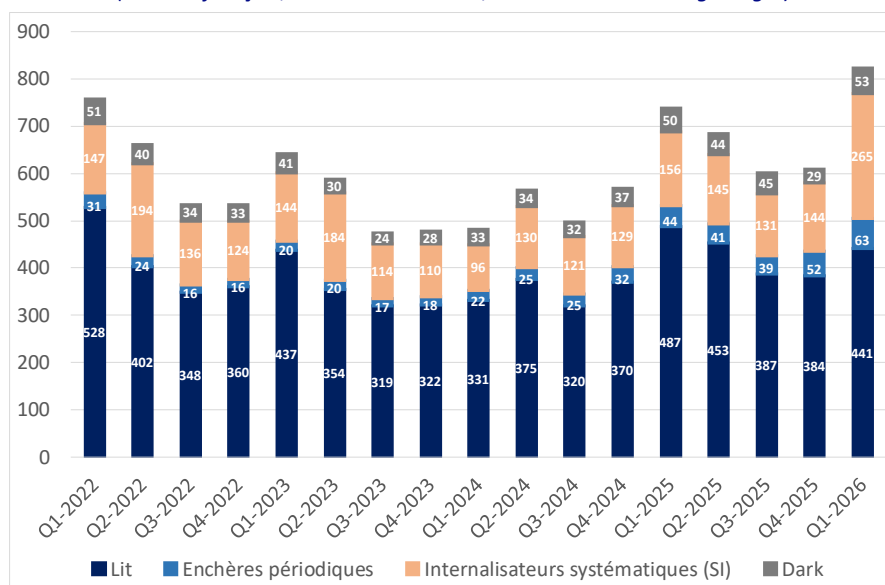
### 2.1.2. Les volumes exécutés via les mécanismes d'enchère continuent de capter une part croissante des volumes en 2025

En 2025, les volumes échangés sur les marchés actions français (hors gré à gré) atteignent 2 631 milliards d'euros, en hausse de 25 % sur un an. La structure des échanges reste globalement stable sur les plateformes *Lit* (marché continu et *fixing*), qui concentrent environ deux tiers des volumes.

Les systèmes d'enchères périodiques enregistrent la plus forte progression (+69 %), atteignant des niveaux records en fin d'année 2025 et début 2026. Leur attractivité est renforcée par la faible présence des traders à haute fréquence et par un intérêt accru des investisseurs dans un contexte de volatilité élevée.

À l'inverse, les volumes sur les plateformes *dark* reculent en fin d'année 2025, sous l'effet de la mise en œuvre du Single Volume Cap en octobre, qui réoriente une partie des flux vers les plateformes *Lit*. Enfin, la part des internalisateurs systématiques demeure stable à 22 % sur l'année. Le premier trimestre 2026 est marqué par une nouvelle hausse des volumes à 822 milliards d'euros, un record sur les dernières années. Les volumes échangés par les internalisateurs systématiques ont atteint un nouveau record à 265 milliards d'euros. Cette croissance se réalise au détriment des marchés *Lit* dont la part baisse à un niveau historiquement bas, à 54 %.

**Graphique 33 : Volume échangé par lieu de négociation**  
(Marché français, en milliards d'euros, hors transactions de gré à gré)



Source : Refinitiv

### 2.1.3. Les conditions de marché se sont dégradées début 2026 en lien avec la forte volatilité liée au déclenchement du conflit en Iran

Les marchés actions ont fortement réagi à la montée des tensions géopolitiques puis à l'éclatement du conflit en Iran le 28 février 2026. La hausse de la volatilité s'est ainsi accompagnée d'une dégradation des conditions de liquidité sur le marché français :

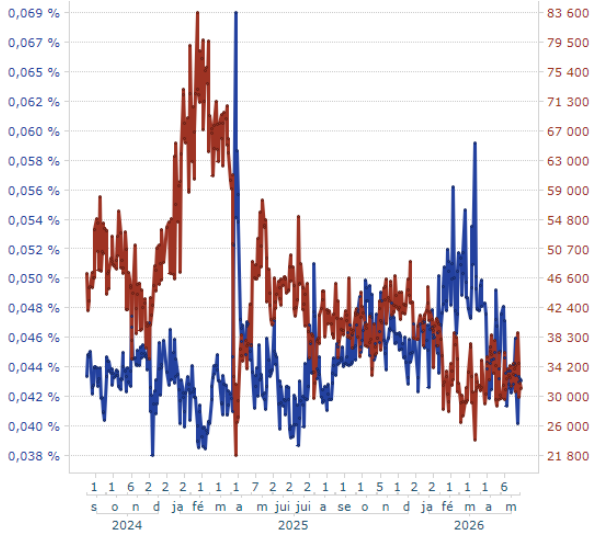
- les fourchettes de prix offertes à l'achat et à la vente (*spreads*) se sont élargies, passant de 4,6 points de base en moyenne en janvier à 6 points de base au plus fort des tensions, le 23 mars ;
- la profondeur de marché s'est en revanche nettement détériorée : la liquidité disponible aux meilleures limites est passée de 40 000 euros à 24 000 euros sur la même période.

Si cette dégradation demeure moins marquée que lors du choc consécutif au « *Liberation Day* » d'avril 2025, les effets ont été plus persistants. Un mois après l'ouverture du conflit en Iran, les *spreads* étaient toujours relativement élevés à 5,4 points de base, un resserrement limité alors que, fin avril 2025, ils étaient déjà revenus à leur niveau d'avant avril 2025. Les *spreads* se sont réduits depuis, revenus à 4,2 points en mai 2026. La profondeur de marché reste cependant limitée, autour de 34 000 euros en mai.

Après le pic d'activité observé au premier semestre 2025 (plus de 260 milliards d'euros échangés sur chacun des deux trimestres), les volumes étaient revenus à des niveaux plus proches de leur moyenne historique, autour de 210 milliards d'euros par trimestre. La résurgence de la volatilité au début de l'année 2026 s'est accompagnée d'une nette hausse des volumes. Avec 275 milliards d'euros échangés au premier trimestre, Euronext a enregistré l'un de ses trimestres les plus actifs depuis 2009, soit une hausse de 29 % par rapport au dernier trimestre 2025.

L'analyse des volumes montre que cette croissance a principalement bénéficié aux transactions exécutées lors des enchères d'ouverture et de clôture des marchés (*fixing*). Fin 2025, le *fixing* représentait ainsi 55 % des échanges sur les valeurs composant le CAC 40. Cette évolution reflète un déplacement progressif de l'activité vers les phases d'enchères, au détriment de la négociation en continu. Elle soulève des interrogations quant à la qualité de la formation des prix et à la liquidité disponible en séance. Une part croissante de l'information de marché est en effet intégrée lors des enchères, qui ne représentent qu'une fraction très limitée du temps de cotation par rapport aux heures d'ouverture du marché (de 9h00 à 17h30 sur Euronext).

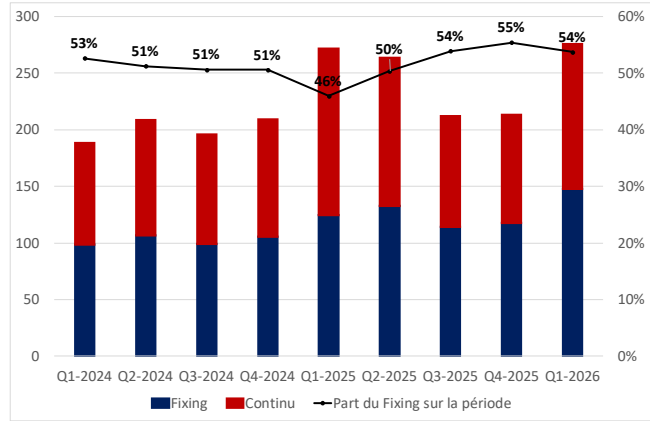
**Graphique 34 : Indicateurs de liquidité des valeurs du CAC 40 (Euronext Bid Offer spread (bleu) et profondeur des premières limites (rouge))**



Source : Refinitiv, Euronext

Méthodologie : Le graphique présente la moyenne pondérée de la profondeur et du spread par la durée de présence de la liquidité dans le carnet, sur toute la phase continue (et pas uniquement au moment des transactions), et utilise comme source la donnée Euronext.

**Graphique 35 : Volumes échangés sur Euronext Paris (Valeurs du CAC 40, milliards d'euros)**



Source : Refinitiv, AMF, Reporting des transactions

### Encadré 2 : Extension des horaires de trading des infrastructures traditionnelles

Pour faire face aux nouvelles habitudes de *trading* développés par les investisseurs de détails, la disponibilité des échanges 24h/24 pour les cryptoactifs et même certains actifs classiques comme les actions, et l'internationalisation de l'offre de titres disponibles qui conduit à des opérations sur de multiples fuseaux horaires, les bourses traditionnelles proposent d'étendre leurs horaires d'ouverture. Les bourses américaines ont été les premières à se positionner sur ce sujet, en proposant des dispositifs de négociation quasi continus, proches d'un fonctionnement 24h/24, cinq jours sur sept, sur les segments actions et ETF :

- La première initiative en date, le 24X National Exchange, a obtenu l'autorisation de la SEC d'étendre ses horaires jusqu'à 23 heures par jour de bourse. L'échange a été lancé officiellement en octobre 2025 avec des horaires de trading de 4 à 20 heures. Les horaires devraient être étendus à 23 heures par jour à partir du deuxième semestre 2026 ;
- En février 2025, la SEC a approuvé le projet d'extension des horaires de cotation de 16 à 22 heures par jour du NYSE Arca (plateforme d'échange électronique d'actions et ETP américains, membre du groupe NYSE), une bourse déjà établie à la différence du premier cas ;
- En avril 2026, Nasdaq (deuxième place boursière américaine accueillant, notamment plusieurs sociétés des « Magnificent 7 ») a également obtenu de la SEC l'autorisation d'étendre ses horaires de cotations de 16 à 23 heures par jour.

À ce stade, toutefois, ces autorisations n'ont pas encore été mises en œuvre. Les trois plateformes citées précédemment fonctionnent sur le même modèle :

- Une phase de préouverture de 4h à 9h30 durant laquelle les ordres peuvent être envoyés et exécutés jusqu'au *fixing* d'ouverture ;
- Une phase de *trading* « classique » de 9h30 à 16h00, commençant et terminant toujours avec des phases de *fixing* d'ouverture et de clôture avec un dénouement au cours de clôture. Le maintien des phases de *fixing* permet de concentrer la liquidité et produire un prix d'équilibre ;
- Une phase de *trading* prolongée de 16h00 à 20h00 durant laquelle les ordres peuvent toujours être exécutés.

Ainsi, l'extension des horaires de négociation passe par une extension de la première et de la dernière phase.

En Europe, les horaires de négociation de Xetra (Deutsche Börse) ont été étendus pour les investisseurs de détails de 8h à 22h00 contre 9h00 à 17h30 auparavant pour les transactions sur actions, ETF et ETP. Cette mesure vise à accroître la flexibilité offerte aux investisseurs et à mieux aligner les horaires de négociation des places européennes sur ceux des marchés américains. Le London Stock Exchange aurait également engagé des consultations auprès de ses clients sur l'opportunité d'étendre ses horaires d'ouverture sur une plage pouvant aller de 1h30 à 23h30<sup>41</sup>.

#### □ Une extension des horaires visant à accroître la compétitivité des bourses classiques

Le fonctionnement des bourses sur des horaires étendus permet d'augmenter le nombre d'ordres exécutés dans une journée et renforcer la liquidité des titres. Le NYSE justifie sa démarche par l'intérêt croissant des investisseurs pour les horaires de négociation étendus qui ont totalisé 11 % des volumes échangés sur les actions américaines début 2025 contre 5 % début 2019.

Cette tendance s'explique notamment par la hausse de l'activité des investisseurs particuliers américains qui se montrent particulièrement actifs sur le segment de la préouverture. Dans le même temps, les investisseurs particuliers internationaux interviennent depuis les fuseaux horaires européens et asiatiques, alimentant ainsi une demande croissante pour un accès élargi aux marchés.

Par ailleurs, les investisseurs particuliers se sont progressivement habitués à des environnements de négociation continue ou quasi continue notamment avec l'essor des marchés de crypto-actifs et des applications de *néo-brokers*. Dans ce contexte, des acteurs comme Robinhood et eToro proposent une offre de *trading* 24h/24, du dimanche à 20h00 au vendredi 20h00. Les ordres ne sont pas exécutés sur les bourses classiques mais sur un système de *trading* alternatif (ATS), notamment Blue Ocean ATS pour Robinhood.

De son côté, eToro Europe propose également une offre de négociation quasi continue accessible du lundi 4h00 au vendredi 20h00 pour certaines actions américaines. Dans ce modèle, les ordres sont exécutés sur des marchés américains (Nasdaq ou NYSE en particulier) ou des plateformes de négociation électroniques, dans le respect des obligations de meilleure exécution (*best execution*). L'extension des horaires repose ainsi sur une phase de préouverture étendue de 4h00 à 9h30 ainsi que sur une phase de négociation prolongée jusqu'à quatre heures après la clôture des marchés.

Les bourses traditionnelles font également face à une concurrence croissante des DEX (cf. section « Marchés de crypto-actifs ») dans la négociation de crypto-actifs et d'actifs réels tokenisés. Ces plateformes reposent sur des protocoles automatisés permettant une négociation continue, accessible 24h/24 et 7j/7.

#### □ Des réticences des acteurs de marché liées au risque de dégradation de la liquidité

Certains intervenants de marchés expriment des inquiétudes quant aux effets d'une extension continue des horaires de négociation sur la liquidité sur les marchés. Alors que les volumes tendent déjà à se concentrer sur les phases de *fixing*, l'allongement des horaires de *trading* pourrait accentuer cette polarisation des échanges et réduire davantage la liquidité disponible sur les plages de négociation « classiques ».

Certains acteurs soulignent également le risque d'une évolution vers un environnement de marché de plus en plus *gamifié* dans lequel une part croissante des ordres serait passée via des applications mobiles, rapprochant ainsi l'activité de *trading* de comportements assimilables à des logiques de pari. D'autres intervenants soulignent par ailleurs la nécessité de préserver des périodes de pause afin de permettre une diffusion ordonnée des informations publiées par les émetteurs. Ces informations sont en effet généralement publiées après la clôture afin de limiter les risques de manipulations de cours et d'éviter d'influencer les détenteurs des titres en séance. Dans un contexte de *trading* continu, les comportements de « surréactions » pourraient se multiplier et contribuer à une hausse de la volatilité. Les périodes d'interruption des échanges répondent également à la nécessité de laisser aux équipes de *trading* le temps d'intégrer les informations disponibles avant la reprise des échanges.<sup>42</sup>

## 2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES

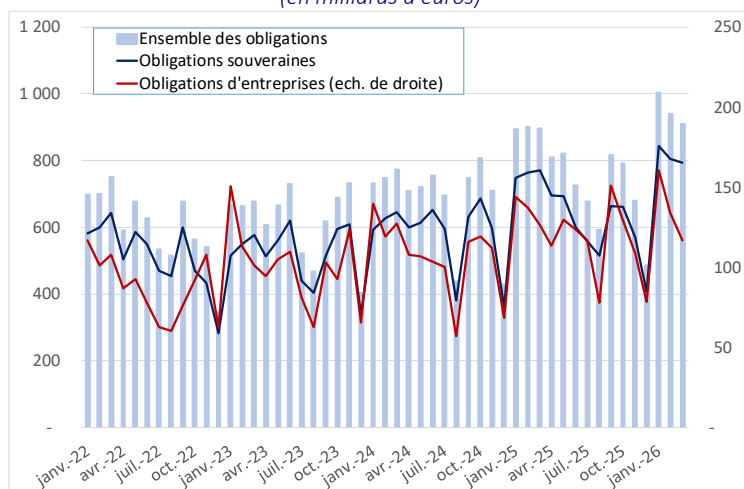
### 2.2.1. Des volumes qui se maintiennent malgré les épisodes de volatilité

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.

<sup>41</sup> Financial Times, [London Stock Exchange Group considers launch of 24-hour trading](#), le 20 juillet 2025.

<sup>42</sup> Wells Fargo Advisors, Disclosures, [Extended Hours Trading Risk Disclosure Statement](#), le 16 décembre 2025.

**Graphique 36 : Volumes échangés sur les marchés obligataires français**  
(en milliards d'euros)

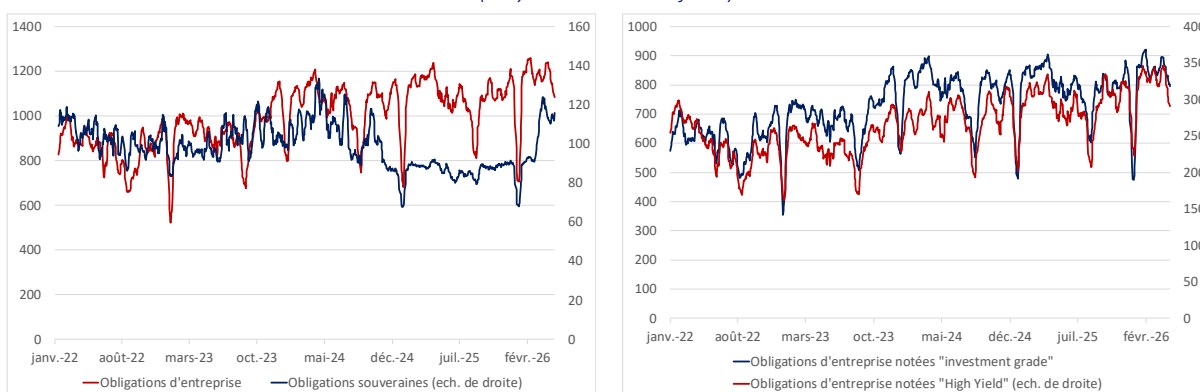


Source : calcul AMF, reporting des transactions au 30/04/2024

Les volumes échangés sur les marchés obligataires se sont inscrits en hausse globale en 2025, avec des volumes échangés s'établissant autour de 900 milliards d'euros sur les trois premiers mois de l'année. Les volumes mensuels se sont ensuite stabilisés en 2025 entre 600 et 800 milliards d'euros, hors effets de saisonnalité, les mois d'août et de décembre étant structurellement plus faibles. Au début de l'année 2026, les volumes traités sur les marchés obligataires français demeurent élevés, se situant au-dessus de 900 milliards d'euros sur chacun des trois premiers mois.

Les segments des obligations souveraines et d'entreprise ont globalement suivi des dynamiques similaires. Les obligations souveraines ont représenté 84 % des échanges en 2025, une part stable par rapport aux années précédentes. La volatilité des obligations françaises, dans un contexte de tensions liées à l'adoption du budget et d'instabilité politique, a contribué à une augmentation des volumes échangés, en particulier en début d'année.

**Graphique 37 : Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée**  
(moyenne mobile 10 jours)



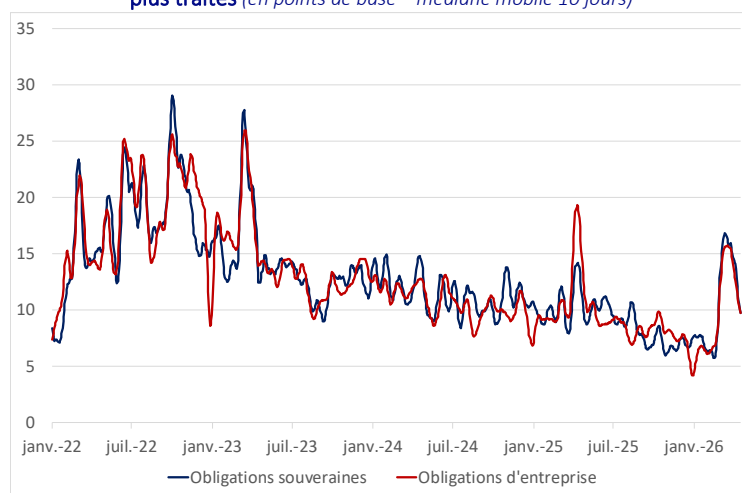
Source : AMF, reporting des transactions

Le nombre d'obligations différentes effectivement échangées au cours de la journée est resté relativement stable en 2025. Après une forte baisse fin 2024, le nombre d'obligations souveraines échangées quotidiennement s'est maintenu, sur l'année, entre 80 et 90, contre plus de 100, voire 130 en 2024. L'activité semble ainsi s'être concentrée sur un nombre plus restreint d'obligations souveraines. Le début de l'année 2026 marque toutefois un retour à environ 120 obligations souveraines échangées quotidiennement.

Sur le segment des obligations d'entreprise, le nombre de titres échangés quotidiennement est resté stable en 2025, autour de 1 100 en moyenne. Les titres notés « high yield » ont toutefois enregistré une croissance légèrement plus dynamique que les titres *investment grade*, qui demeurent néanmoins largement dominants et représentent plus de 70 % des encours obligataires d'entreprise.

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 pratiqués<sup>43</sup>.

**Graphique 38 : 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 met en évidence une amélioration de la liquidité depuis l'épisode de stress observé sur les marchés obligataires en avril 2025. En dehors de cet épisode, l'indicateur de liquidité a poursuivi la tendance baissière amorcée depuis 2023. En mars 2026, la liquidité s'est de nouveau dégradée lors de l'ouverture du conflit en Iran, qui a entraîné un nouvel épisode de volatilité.

À titre de comparaison, le stress d'avril 2025 avait davantage affecté la liquidité des obligations d'entreprise que celle des obligations souveraines. Les premières avaient été plus directement exposées au ralentissement des échanges internationaux et à la hausse des coûts des intrants importés. À l'inverse, l'épisode de stress plus récent, lié à des risques sur les approvisionnements énergétiques, a affecté de manière comparable les segments souverain et *corporate*.

<sup>43</sup> 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.

### Encadré 3 : Typologie des détenteurs d'obligations souveraines françaises

En 2025, la France a émis 300 milliards d'euros de dette nette à moyen et long terme, soit 15 milliards de plus qu'en 2024. L'encours de dette négociable atteignait ainsi 2 737 milliards d'euros à fin 2025, en hausse de 5 % sur un an.

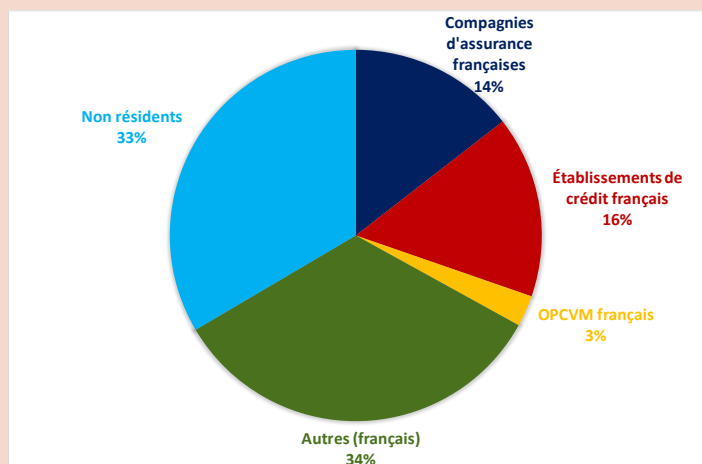
Ces émissions interviennent dans un environnement moins favorable, marqué par :

- la remontée des taux souverains français (3,87 % pour l'OAT à 10 ans en mai 2026, contre 1,4 % fin 2022) ;
- l'élargissement du *spread* vis-à-vis du Bund allemand (63 points de base, contre 39 points de base en 2021) ;
- la dégradation de la notation souveraine française par les principales agences de notation.

Dans ce contexte, le suivi des détenteurs de la dette française mérite une attention particulière du point de vue de la stabilité financière. Une base d'investisseurs stable et de long terme contribue à limiter les risques de volatilité, contrairement aux investisseurs recourant à des stratégies spéculatives ou à l'effet de levier. La Banque d'Angleterre a ainsi alerté fin 2025 sur le niveau record des positions à effet de levier détenues par les *hedge funds* sur les Gilts britanniques, atteignant 132 milliards de dollars. Ces positions étaient en outre concentrées entre un nombre limité d'acteurs.

En France, ce risque apparaît toutefois plus limité, les *hedge funds* représentant une part relativement faible des détenteurs de dette souveraine.

**Graphique 39 : Détention des titres de la dette négociable de l'état par groupe de porteurs**  
(en % de la valeur de marché, Q4 2025)



Source : AFT, *Bulletin mensuel n°431*, avril 2026

#### ☐ Un socle domestique relativement stable

La dette française est détenue en partie par des investisseurs domestiques au profil relativement stable. Les établissements de crédit (10,5 % de l'encours à fin 2025) et les sociétés d'assurance (9,6 %) constituent des investisseurs de long terme, les obligations souveraines jouant un rôle central dans la gestion de leur liquidité, de leurs contraintes prudentielles et de leurs engagements. Les sociétés de gestion françaises détiennent également une part de la dette souveraine (1,8 %), principalement au travers d'OPCVM, bien que leurs investissements puissent être plus sensibles à une dégradation de la perception du risque souverain. À l'inverse de pays comme l'Italie ou le Japon, la détention directe de dette publique par les ménages demeure marginale en France, leur exposition passant principalement par l'intermédiaire de fonds d'investissement et de contrats d'assurance-vie.

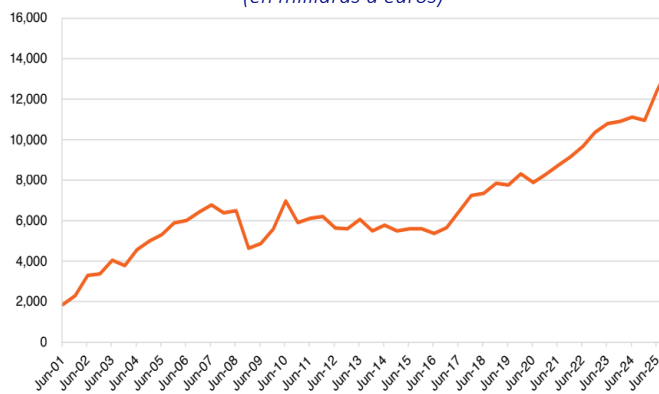
#### ☐ Une part dominante d'investisseurs étrangers

La dette française demeure néanmoins majoritairement détenue par des investisseurs non-résidents, dont la part a atteint 56 % à fin 2025, son plus haut niveau depuis 2016. Cette évolution témoigne de l'attractivité persistante du souverain français auprès des investisseurs internationaux. Premier émetteur de dette de l'Union européenne, la France bénéficie d'un marché particulièrement profond et liquide, tout en conservant une notation de catégorie *investment grade* et des rendements attractifs. Si cette capacité à attirer l'épargne internationale constitue un atout pour le financement de l'État, elle accroît également la sensibilité du marché obligataire français à d'éventuels réajustements de portefeuille de la part des investisseurs étrangers.

### 2.2.2. Marché européen du *repo*, une normalisation qui se poursuit

Le marché européen du *repo* a atteint un nouveau record en 2025, à 13 651 milliards d’euros pour les 59 entités participant à l’enquête de l’ICMA, en hausse de 24,6 % par rapport à fin 2024. La croissance a été soutenue tout au long de l’année, avec une progression de 13,5 % dès le premier trimestre. Après une année 2024 marquée par une stabilisation des encours dans un contexte de fin des programmes d’achats d’actifs des banques centrales et d’augmentation des émissions souveraines, 2025 confirme le retour à une dynamique de croissance soutenue du marché du *repo*.

**Graphique 40 : Le marché du *repo* en Europe**  
(en milliards d’euros)



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

#### □ Le marché du *repo* bénéficie de l’incertitude économique

La montée de l’incertitude économique, liée aux tensions commerciales avec les États-Unis et à la forte volatilité des marchés financiers, a renforcé la demande de liquidité de précaution. Les investisseurs se sont davantage orientés vers les marchés monétaires, où les rendements demeuraient attractifs. Cette évolution a indirectement soutenu l’activité sur le marché du *repo*, notamment via les fonds monétaires (MMF) et les ETF obligataires de très court terme.

Le marché du *repo* est resté exempt de choc de volatilité, y compris en fin d’année, confirmant sa normalisation. Jusqu’en 2024, la rareté des collatéraux disponibles avait parfois pesé sur son fonctionnement. Depuis lors, le ralentissement puis l’arrêt des programmes d’achats d’actifs des banques centrales, conjugués à la hausse des émissions souveraines européennes, ont accru la disponibilité des titres et amélioré les conditions de liquidité. Par ailleurs, les banques européennes tendent à réduire leur activité de marché à l’approche de la fin d’année afin de limiter le recours aux facilités de liquidité de la BCE. Selon la BRI, le risque de stigmatisation tient moins à l’utilisation effective de ces facilités qu’à la perception qu’un établissement pourrait être contraint d’y recourir.<sup>44</sup>

#### □ Un écartement limité des *spreads* européens en fin d’année

Dans un marché moins exposé aux risques de rareté des collatéraux, les ajustements de fin d’année sont intervenus plus tardivement. Alors qu’ils avaient commencé dès l’été en 2022 et 2023, ils ne se sont matérialisés qu’au dernier trimestre en 2025. Les primes par rapport à l’€STR sont restées comprises entre 5 et 8 points de base pour les obligations souveraines des pays cœur de la zone euro (France et Allemagne) comme périphériques (Italie et Espagne).

Afin d’éviter des tensions excessives en fin d’année, les ajustements sont intervenus dès octobre, contre novembre en 2024, année durant laquelle des pics de *spreads* avaient été observés, notamment sur les obligations

<sup>44</sup> Banque des Règlements Internationaux, Coelho et al., [Navigating liquidity stress : operational readiness for central bank support](#), FSI insight on policy implementation N°64, décembre 2024.

allemandes. Les primes ont alors atteint 40 à 50 points de base pour les pays coeur et jusqu'à 70 points de base pour les pays périphériques. La plus grande disponibilité des collatéraux ne s'est toutefois pas traduite par une baisse du coût du *repo*, les contraintes de bilan des banques demeurant un facteur limitant.

Comme en 2024, l'attractivité des marchés actions a mobilisé une partie des capacités d'intermédiation bancaires. Les tensions se sont néanmoins rapidement dissipées en fin d'année, les primes convergeant vers zéro. Selon l'ICMA, la hausse des volumes compensés par les chambres de compensation (CCP) a également contribué à atténuer les pressions de fin d'année.

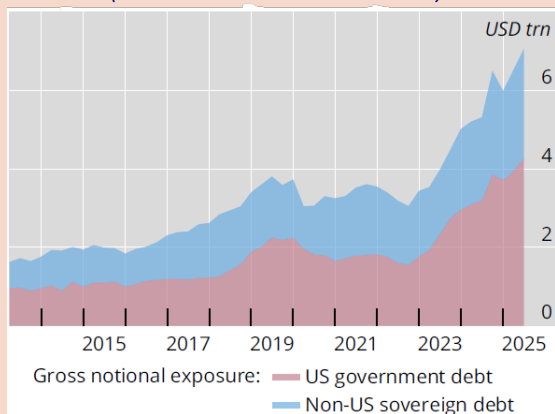
#### Encadré 4 : Activité des *hedge funds* sur obligations souveraines

Les expositions des *hedge funds* aux obligations souveraines poursuivent leur progression depuis plusieurs années. Selon la BRI, leur exposition brute dépassait 7 000 milliards de dollars en 2025, contre environ 3 000 milliards en 2022. Cette hausse concerne à la fois les titres souverains américains et non américains, avec une progression particulièrement marquée sur les dettes souveraines européennes.

##### □ Une présence significative des *hedge funds* sur les marchés de dette souveraine, toutes zones confondues

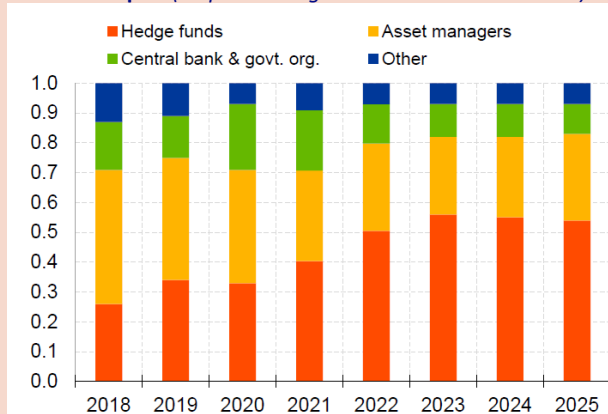
La BCE estime que, sur les plateformes de transactions électroniques, les *hedge funds* représentent plus de la moitié des échanges sur obligations souveraines et constituent le principal client final des marchés de futures et de *repo* compensés centralement en Europe (Ferrera et al., 2024). Dans son rapport sur le levier des fonds d'investissement alternatifs (2024), l'ESMA met également en évidence une exposition significative des *hedge funds* aux obligations souveraines, à hauteur de 27 % de leur valeur nette liquidative. Aux États-Unis, leur exposition brute aux *Treasuries* atteignait environ 4 127 milliards de dollars à fin du deuxième trimestre 2025, soit près de 10 % des titres détenus par le secteur privé.

**Graphique 41 : Exposition brute des *hedge funds* aux titres de dette souveraines**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : Hernández de Cos (BRI) 2025<sup>45</sup>

**Graphique 42 : Distribution des volumes échangés sur les obligations souveraines européennes sur les plateformes électroniques** (en pourcentage sur le marché secondaire)



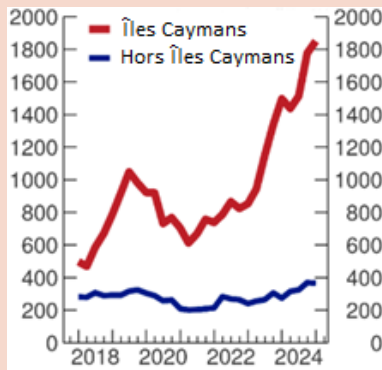
Source : Tradeweb, calculs BCE (données à fin septembre 2025)

##### □ Une part importante de l'activité dans des pays tiers

Une part importante des transactions réalisées par les *hedge funds* est effectuée via des entités domiciliées dans des pays tiers. Il en résulte une visibilité partielle sur leur exposition effective aux obligations souveraines. Un papier de la Fed (Barth et al., 2025) souligne ainsi une probable sous-estimation de la détention de *Treasuries* par les *hedge funds*, liée notamment à l'opacité des structures extraterritoriales. À fin 2024, les positions des *hedge funds* établis aux îles Caïmans atteignaient environ 1 850 milliards de dollars sur la dette souveraine américaine. En Europe, l'exposition est estimée à partir des volumes empruntés sur le marché du *repo*, qui suggèrent une domiciliation majoritairement hors de la zone euro, en particulier aux Bermudes (BM) et aux îles Caïmans (KY).

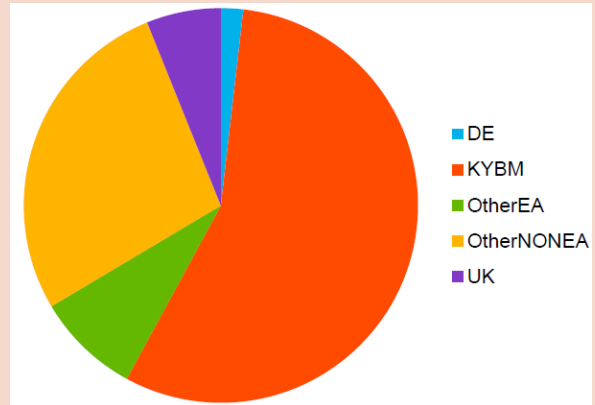
<sup>45</sup> BRI, P. Hernández de Cos, [Fiscal threats in a changing global financial system](#), novembre 2025

**Graphique 43 : Détentions en obligations souveraines américaines des *hedge funds* selon leur localisation (en milliards de dollars)**



Source : *FEDS Notes, Barth et al. (2025)*

**Graphique 44 : Volumes d'obligations souveraines européennes empruntées selon la domiciliation des *hedge funds***



Source : *BCE (2025)* <sup>46</sup>

□ **Une dynamique portée par un environnement favorable aux stratégies d'arbitrage**

La forte hausse de l'exposition des *hedge funds* s'explique par un environnement favorable à l'extension de leurs activités. Ils ont joué un rôle central dans l'absorption de l'excédent obligataire lié à la fin progressive des programmes de rachat d'actifs et à la hausse des émissions souveraines depuis 2022. Grâce à leur recours à l'effet de levier, ils peuvent tirer profit de faibles écarts de prix entre instruments financiers, au prix d'une prise de risque accrue.

Deux stratégies ont particulièrement contribué à cette dynamique :

- *le basis trade*, stratégie d'arbitrage exploitant l'écart entre le prix d'une obligation et celui de son contrat à terme. Elle constitue la principale source d'exposition des *hedge funds* aux *Treasuries* américaines. La BRI et le FMI avaient déjà alerté en 2023 sur la montée de ces positions, dépassant les niveaux observés lors des épisodes de stress de 2019 et 2020 ;
- *les trades de spreads sur swaps de taux*, consistant à arbitrer l'écart entre obligations et swaps de taux. Cette stratégie est devenue la deuxième source d'exposition aux obligations souveraines américaines et celle dont la progression est la plus rapide depuis 2024.

La hausse de l'exposition des *hedge funds* se traduit ainsi par une activité très importante sur le marché du *repo* pour financer leurs opérations avec un effet de levier élevé.

□ **Le niveau de levier élevé : un facteur de vulnérabilité pour la stabilité financière**

La montée en puissance d'acteurs recourant à un niveau de levier élevé et positionnés à la baisse sur le marché des obligations souveraines constitue une source de vulnérabilité et peuvent contribuer à la transmission et à l'amplification des tensions financières. Dans son rapport sur les fonds à effet de levier, l'ESMA souligne que les *hedge funds* figurent parmi les fonds alternatifs les plus fortement exposés au levier en Europe.

La BCE (Hermes et al., 2025) met par ailleurs en évidence la prépondérance des opérations de *repo* réalisées avec des *haircuts* nuls ou négatifs (environ 70 % des opérations en dollar et 50 % en euro), permettant d'emprunter davantage de liquidité que la valeur des collatéraux apportés. Dans ces conditions, les *hedge funds* deviennent particulièrement sensibles aux retournements de marché, susceptibles de déclencher des appels de marge et des ajustements rapides de positions, amplifiant ainsi la volatilité des actifs sous-jacents.

En réponse à ces vulnérabilités, la BRI (Hernández de Cos, 2025) recommande de limiter le niveau de levier des *hedge funds* et d'instaurer un niveau minimum de *haircut* sur les opérations de *repo*.

<sup>46</sup> ECB, [Hedge Fund activity in Bond, Repo and Futures Markets: Unpacking the Data](#), 26 novembre 2025.

**Encadré 5 : Consolidated tape européennes**

Le 20 février 2024, le Conseil de l'Union européenne a adopté la révision du règlement MiFIR et de la directive MiFID II, qui encadrent les services d'investissement et le fonctionnement des marchés financiers au sein de l'Union européenne. Ces modifications visent notamment à renforcer la transparence des marchés en actant la mise en place de systèmes consolidés de publication des données de marché (*consolidated tapes* ou CT) pour chaque classe d'actifs.

**□ Un approfondissement de l'intégration des marchés en Europe**

La mise en place de *consolidated tapes* vise à améliorer l'accessibilité et la diffusion des données de marché à travers les différentes places financières européennes et s'inscrit ainsi pleinement dans les objectifs de l'Union de l'épargne et de l'investissement. Une CT est prévue pour chaque grande classe d'actifs : obligations, actions, ETF et produits dérivés de gré à gré.

Les procédures de sélection des opérateurs chargés de fournir les CT pour les segments obligataire et actions/ETF ont été finalisées en 2025 :

- Ediphy (fairCT) a été désigné pour exploiter la CT obligataire ;
- EuroCTP a été désigné pour exploiter la CT actions et ETF ;

Les procédures de sélection relatives à la CT sur les produits dérivés de gré à gré ont été lancées au début de l'année 2026. La décision de l'ESMA est attendue en juillet 2026.

**□ L'offre des CT encore à préciser**

Les CT permettront à l'ensemble des investisseurs, quelle que soit leur taille, d'accéder aux données de marché essentielles (*core market data*), notamment les informations relatives aux prix, aux volumes et aux transactions réalisées sur les instruments financiers. À ce stade, il est prévu que les CT diffusent notamment le meilleur prix acheteur (*bid*) et le meilleur prix vendeur (*ask*), ainsi que les volumes associés.

Le paquet MISP (encadré 6) propose d'enrichir le contenu des données diffusées par les CT en y intégrant notamment :

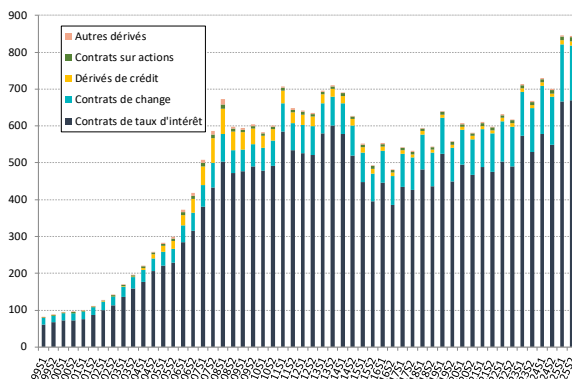
- les cinq meilleurs *bid* et *ask* ainsi que les volumes associés ;
- les cinq meilleurs *bid* et *ask* ainsi que les volumes associés pour les internalisateurs systématiques (IS), aujourd'hui exemptés de *reporting* à la CT ;
- l'identification des plateformes ou IS sur lesquels ces prix sont affichés ;
- pour les actions et les ETF, le cours de clôture pondéré par les volumes (VWAP) à partir de l'ensemble des enchères de clôture ;

Afin de répondre au mieux aux besoins des investisseurs de détail, le paquet prévoit que lorsqu'un ordre provenant d'un client de détail est exécuté par un internalisateur systématique (IS) avec une amélioration de prix, le prix coté par cet IS soit mis à jour immédiatement, avant l'exécution de la transaction.

**2.3. MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS**

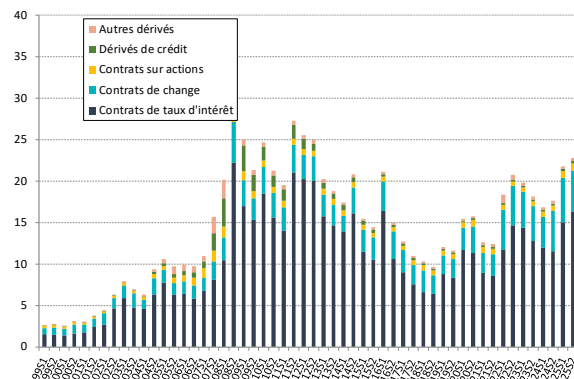
**2.3.1. Une activité qui augmente en 2025**

**Graphique 45 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars)**



Source : BRI

**Graphique 46 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)**

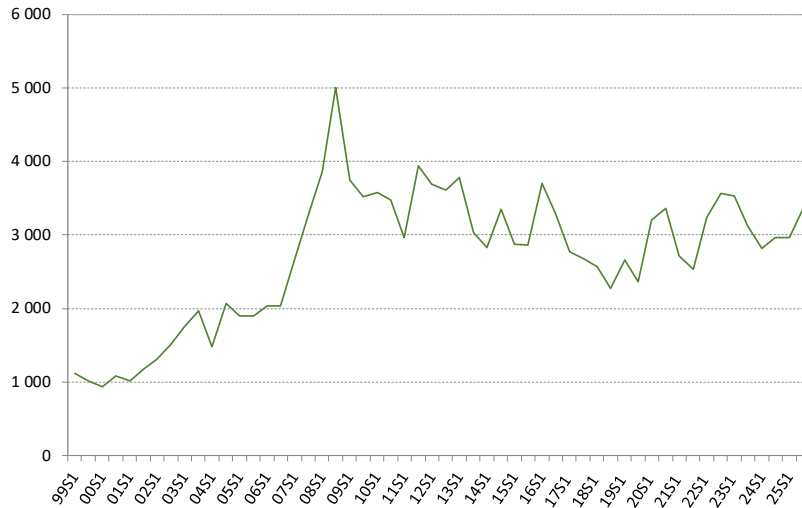


Source : BRI

Les montants notionnels bruts mondiaux des dérivés de gré à gré ont fortement augmenté en 2025, franchissant pour la première fois le seuil des 800 000 milliards de dollars, soit une progression de 21 % par rapport à fin 2024. Les contrats de taux d'intérêt ont largement porté cette dynamique et représentent environ 80 % du total. Cette hausse des notionnels reflète une activité soutenue dans un contexte d'inflation persistante, d'appréciation de l'euro et d'incertitudes sur l'orientation de la politique monétaire, en particulier américaine, alimentant la volatilité des marchés. Les dérivés de change ont également progressé (+14 %), dans un contexte de dépréciation du dollar. Enfin, les dérivés de crédit et d'actions ont enregistré des hausses plus marquées (respectivement +22 % et +34 %), mais restent marginaux par rapport aux produits de taux et de change.

Les valeurs de marché brutes des dérivés de gré à gré, correspondant à la somme des valeurs de marché des contrats, ont progressé encore davantage, de 29 % en 2025, pour atteindre environ 22 800 milliards de dollars fin 2025. Comme pour les notionnels, les dérivés de taux concentrent l'essentiel des montants (71 % du total) et enregistrent une hausse de 41 % sur un an. Les dérivés de crédit ont également fortement progressé, de plus de 50 % en 2025.

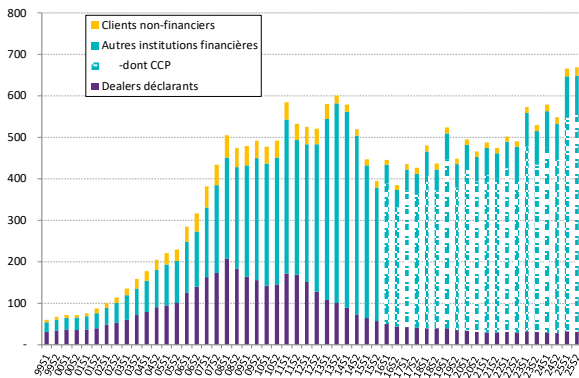
**Graphique 47 : Expositions brutes de crédit**  
(en milliards de dollars)



Source : BRI

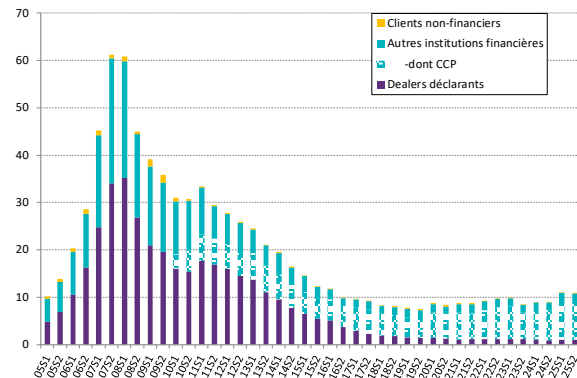
En 2025, les expositions brutes de crédit ont suivi la même dynamique haussière, progressant de 13 % pour atteindre 3 351 milliards.

**Graphique 48 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

**Graphique 49 : Encours mondial (notionnel) des credit default swaps par type de contrepartie**  
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Mécaniquement, l’encours de dérivés de taux d’intérêt compensés centralement (CCP, pour *Central Clearing Counterparty*) a augmenté avec la hausse de l’activité, pour atteindre 527 milliards (+26 % en 2025). La part des dérivés de taux compensés centralement s’est ainsi accrue à 79 %, contre 76 % fin 2024. Pour les *credit default swaps* (CDS), la part des encours compensés est restée stable à 70 % en 2025.

La hausse des dérivés compensés s’accompagne également d’une augmentation des marges collectées. Selon l’ISDA, elles atteignent 1 564 milliards de dollars pour les 32 principaux acteurs de marché, soit une progression de 9 % par rapport à fin 2023. Les marges initiales progressent plus fortement, de 22 % en 2025, pour s’établir à 525 milliards de dollars. L’ISDA observe par ailleurs une diversification des collatéraux utilisés pour répondre à ces besoins. La part des titres d’État, bien que toujours majoritaire, recule à 52,6 %, contre 63,5 % en 2023, au profit des actions cotées et des ETF, de plus en plus mobilisés comme collatéraux.

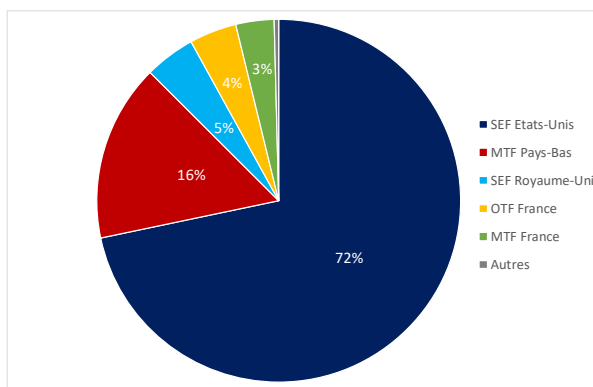
□ **Activité sur dérivés de taux et CDS : une domination des SEF**

Au niveau européen, l’activité sur les dérivés de taux et les CDS a également progressé en 2025. Le marché demeure largement structuré autour des plateformes américaines (*Swap Execution Facilities*, SEF), bénéficiant du régime d’équivalence en Europe. Cette prépondérance s’explique par le rôle central des grandes banques américaines sur les marchés de dérivés, en particulier de taux, dont les parts de marché ont continué de progresser au cours des derniers trimestres. Elles représentent 71 % des transactions au premier trimestre 2026, contre 55 % un an plus tôt.

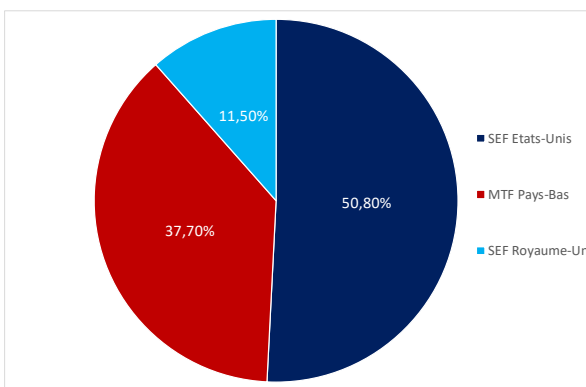
Sur le segment des CDS, les SEF américains restent majoritaires, à l’origine de 51 % des transactions, et 62 % en incluant les SEF britanniques. Leur part de marché s’inscrit toutefois en légère baisse, contre 65 % début 2025.

**Graphiques 50 : Activité des prestataires de service d’investissement (PSI) français**

**Graphique 45.1 : Sur swaps de taux fixes contre taux variables  
EUR, GBP ou USD**



**Graphique 45.2 : Sur CDS sur indices**



Source : AMF

**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 productions et/ou d’achat de leurs approvisionnements. Les marchés de produits dérivés ont une importance centrale pour les 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. Une volatilité accrue des dérivés agricoles sous l'effet des tensions géopolitiques et énergétiques

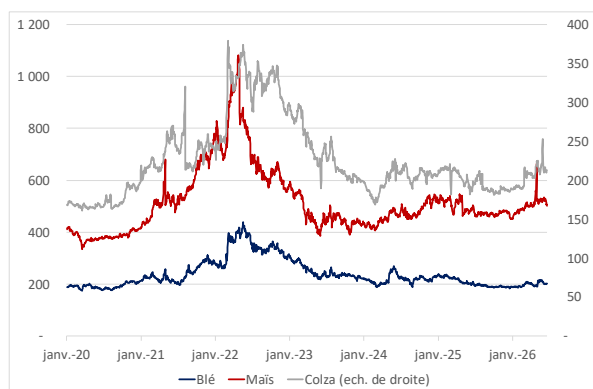
Euronext est le marché de référence pour le blé tendre en Europe et le deuxième plus important derrière le *Chicago Board of Trade* (CBoT). La place parisienne traite aussi des contrats sur le maïs et le colza.

Pour la première fois depuis juillet 2021, le cours de la tonne de blé est repassé sous la barre des 200 euros au deuxième semestre 2025, soit une baisse de 21 % du cours prévalant sur la première partie de l'année. Ce repli reflète une offre plus abondante dans l'hémisphère nord qui s'ajoute aux récoltes déjà très bonnes dans l'hémisphère sud<sup>47</sup>. Le prix de la tonne de blé à Paris est aussi très sensible à sa compétitivité vis-à-vis d'autres origines, en particulier vis-à-vis de la Russie et de l'Ukraine. L'appréciation de l'euro en 2025 conduit ainsi les producteurs à défendre leur compétitivité en diminuant le prix du blé, pour limiter la hausse du prix des exportations. Cette tendance s'est poursuivie au début de l'année 2026, sous l'effet de la concurrence accrue du blé d'origine argentine, le moins cher du marché, qui a bénéficié d'une baisse des taxes à l'exportation. À ces pressions à la baisse s'ajoutent de bonnes perspectives de récoltes attendues pour l'année 2026 en Europe ce qui maintient le cours actuel sous le seuil des 200 euros.

Les productions de maïs et de colza ont aussi bénéficié des conditions météorologiques favorables entraînant une baisse des cours en 2025. Le cours de la tonne de maïs est ainsi repassé sous les 190 euros, notamment sous l'effet des bonnes récoltes en Amérique du nord. Le colza a lui aussi connu un recul marqué avec une baisse de 16 % du prix de la tonne entre avril et août 2025.

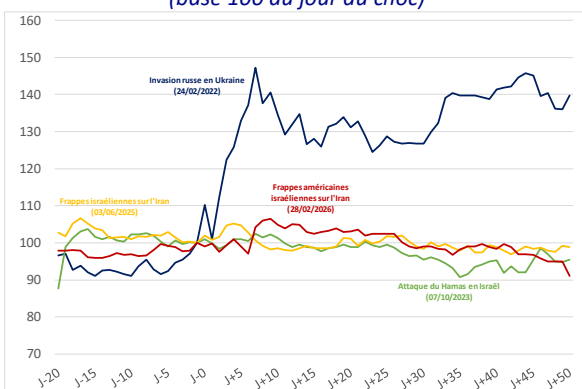
À partir du mois de mars 2026 et le déclenchement du conflit en Iran, les cours des trois contrats Matif ont fortement progressé : entre le 25 février et le 13 mars, le cours du blé a progressé de 9 %, le maïs 10 % et le colza 6 %. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette croissance. D'une part, les cours des matières premières agricoles sont partiellement corrélés à ceux de l'énergie via les engrais, intrants essentiels dont la production minière est fortement consommatrice d'énergie. La hausse des cours a cependant pu être contenue en Europe par des achats d'engrais tôt en Europe, sur la fin 2025 pour la récolte de 2026. D'autre part, la hausse du prix du pétrole joue positivement sur la compétitivité prix des biocarburants augmentant la demande de maïs et surtout celle de colza. Enfin, l'enlisement du conflit et les perspectives de production plus faibles pour le blé et le colza en 2026 qu'en 2025 permettent de maintenir le prix du blé à hauteur de 200 euros tout en alimentant une nouvelle hausse de 11 % des cours du colza entre le 17 et le 24 avril.

**Graphique 51 : Prix des contrats Euronext**  
(en euros par tonne)



Source : Refinitiv

**Graphique 52 : Evolution du cours du contrat blé Matif**  
suite aux derniers conflits géopolitiques  
(base 100 au jour du choc)



Contrairement au choc de 2022 lié à l'invasion de l'Ukraine, qui avait provoqué une hausse de près de 50 % des prix du blé en raison des tensions sur l'offre mondiale, les frappes en Iran n'ont entraîné qu'une hausse limitée et temporaire, inférieure à 10 %, rapidement résorbée. La progression des cours semble avoir autant résulté de

<sup>47</sup> Comme beaucoup de marchés de grains, les récoltes de blé ont lieu deux fois par an : à l'été pour l'hémisphère Nord et à l'hiver pour l'hémisphère Sud.

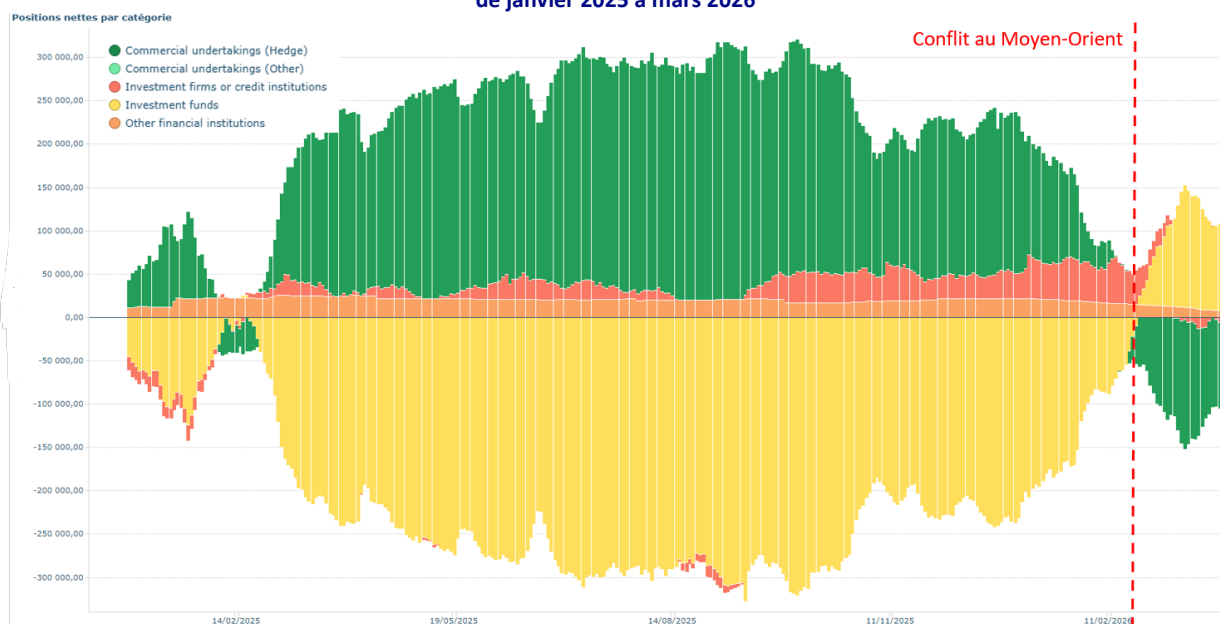
mauvaises conditions météorologiques, en France comme dans d'autres régions productrices (États-Unis et Australie), que d'une sensibilité au conflit géopolitique. De meilleures conditions climatiques depuis la fin du mois de mai efface la hausse des précédents mois.

#### □ **Recomposition des intervenants sur le marché du blé**

Le marché du blé est historiquement dominé par les acteurs physiques de la filière, notamment les commerciaux qui cherchent à couvrir leurs positions sur le blé. Pourtant, les intervenants financiers, tels que les fonds et les acteurs du *trading* à haute fréquence (HFT) occupent une place de plus en plus importante sur ce marché.

Le nombre de fonds d'investissements intervenant sur le blé meunier coté sur Euronext a augmenté de 42 % depuis 2021, avec une hausse marquée à la suite du déclenchement du conflit en Ukraine en 2022. Leur part de marché en positions nettes est passée de 10 % en 2018 à 20 % en 2023 et un peu plus de 30 % en 2025. Cette croissance s'est traduite par une diminution de la position des commerciaux dont la part de marché est passée de 70 % en 2018 à 50 % en 2025 mais aussi du nombre d'intervenants (-38 % sur la même période). Au-delà d'une présence plus forte, on assiste également à des changements de comportement des fonds d'investissement : après avoir détenu une position nette vendeuse historique jusqu'en octobre 2025, les fonds d'investissement ont commencé à racheter leurs positions dès le mois de novembre, pour repasser en position nette acheteuse quelques jours avant le début du conflit. Sur la deuxième partie du mois de mars 2026, les fonds ont réduit leurs positions acheteuses sans prendre plus de positions vendeuses.

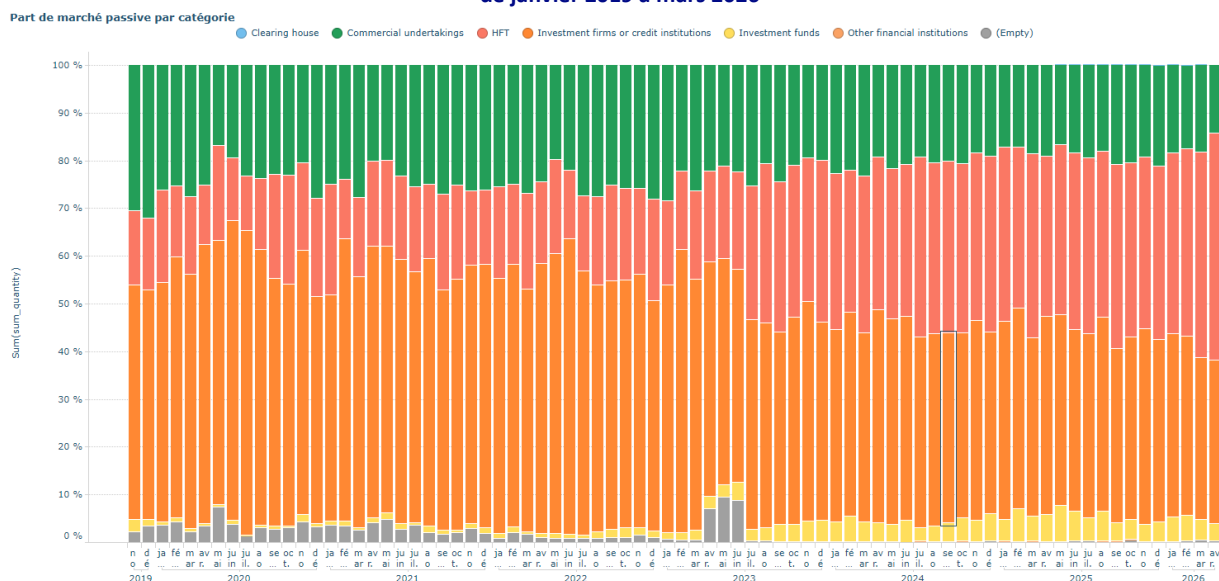
**Graphique 53 : Évolution des positions nettes par catégories d'acteurs sur le blé meunier de janvier 2025 à mars 2026**



Source : AMF

Les HFT sont également de plus en plus présents sur ce marché. Ils totalisent 40 % des volumes traités en 2025, contre 15 % en 2019. La part de marché des commerciaux est, quant à elle, passée de 30 % des volumes traités à 15 % entre 2019 et 2025. La présence accrue de ces intervenants et le recours aux algorithmes, adoptés par l'ensemble des catégories d'acteurs, a transformé la structure du marché et s'est révélée favorable à la liquidité affichée en carnet. Ainsi, à la différence du choc de 2022, le *bid-ask spread* est resté relativement stable depuis le début du conflit en Iran et les volumes échangés et le nombre de positions ouvertes sont en légère hausse. L'impact est plus marqué sur la profondeur aux meilleures limites du carnet d'ordres (-41 %), bien que celui-ci reste inférieur à celui observé en 2022.

**Graphique 54 : Évolution de la part de marché en volume traité sur le blé Matif par catégorie d'acteurs de janvier 2019 à mars 2026**



Source : AMF

#### 2.4.2. Un marché de l'énergie sous tension avec le déclenchement du conflit en Iran

##### □ En 2025, les cours des matières premières énergétiques ont continué de baisser

Le cours du baril de Brent a reculé de 24 % en 2025, à 54 euros le baril en fin d'année, principalement sous l'effet des tensions commerciales qui ont pesé sur les échanges mondiaux et réduit la demande d'énergie.

La baisse du cours du gaz naturel TTF<sup>48</sup>, référence pour le marché européen, a été beaucoup plus marquée avec une contraction de 42 % pour s'établir à 28 euros le MWh fin 2025. Pourtant, comme en 2024, les niveaux des réserves européennes, et françaises, sont restés faibles durant l'hiver. Cependant, la hausse de la production d'énergies renouvelables, les températures douces fin 2025 et les flux importants de gaz naturel liquéfié (GNL) en provenance de Norvège ont compensé cette faiblesse des stocks.

Sur le marché de l'électricité<sup>49</sup>, le prix du MWh est structurellement très volatil, quel que soit l'indice considéré. Les prix se sont globalement maintenus, après le stress observé sur les marchés de l'énergie en janvier et février 2025<sup>50</sup>, évoluant dans une fourchette de prix allant de 60 à 100 euros pour le prix de la production continue. Le prix « pic d'activité » est structurellement plus volatile, car il est davantage sensible aux variations de production, notamment celles des énergies renouvelables, et a évolué dans une plage plus large entre 50 et 130 euros.

Les prix de l'électricité, pourtant structurellement très dépendants du prix du gaz naturel<sup>51</sup>, ont rompu leur corrélation avec ce dernier au deuxième semestre. Ils ont ainsi progressé de 20 % pour le MWh en production continue et ont presque doublé pour le prix de la production en pic d'activité, tandis que le prix du gaz naturel

<sup>48</sup> Contrat coté aux Pays-Bas sur la plateforme ICE.

<sup>49</sup> Sur le marché de l'électricité, les cours des indices Phelix (Physical Electricity Index) pour l'Allemagne et l'Autriche font office de référence pour la zone européenne. En effet, on distingue deux cours, celui du mégawattheure (MWh) de l'électricité produit en continu et celui de l'électricité générée pour répondre aux besoins en journée (prix « pic d'activité » entre 9h00 et 20h00). Les deux indices suivent des dynamiques très proches. Il convient de noter que le « peak price » réalise fréquemment des incursions dans des niveaux négatifs, ce qui peut s'observer dans les cours de clôture présentés dans le Graphique 55. 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. En conséquence, un cours négatif est équivalent à la rémunération d'un réseau qui accepte d'absorber le surplus d'électricité produit.

<sup>50</sup> Pression sur le prix dérivée du stress sur les réserves en gaz naturel en Europe, détaillée dans l'édition 2025 de la cartographie des marchés et des risques de l'AMF.

<sup>51</sup> Le gaz naturel est premier intrant de la production d'électricité en Europe.

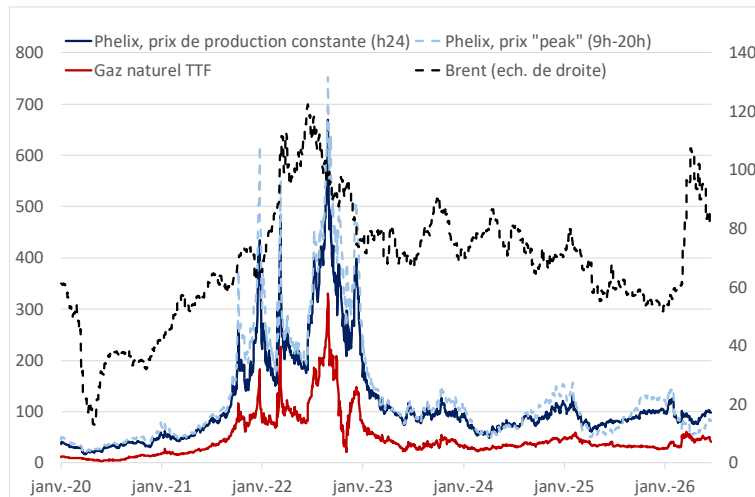
reculait de 14 % sur la même période. Cette divergence s'explique par la construction de l'indice Phelix, qui prend pour référence les marchés allemands et autrichiens où les dynamiques de prix de l'énergie ont divergé de celles observées dans le reste de l'Europe. À l'automne, l'Allemagne a été confrontée à une baisse prononcée de la production d'énergie éolienne locale ainsi qu'à une hausse des frais de gestion de réseau liée aux importations en provenance des pays Nordiques<sup>52</sup>. À l'inverse, la France ne dépend pas du même réseau. En novembre, le prix de gros de l'électricité s'élevait ainsi à 59 euros/MWh en France contre 103 euros/MWh en Allemagne<sup>53</sup>.

#### □ Les tensions au Moyen-Orient : un choc d'offre conséquent sur les marchés de l'énergie

Le début de l'année 2026 a commencé, comme souvent en période hivernale, par une hausse prononcée des prix du gaz naturel et de l'électricité. Il s'agit des mois durant lesquels le niveau des stocks de gaz européens atteint leur point le plus bas, ils sont passés sous les 50 % en janvier 2026. Mais c'est fin février que le mouvement haussier a été le plus marqué sur les marchés de l'énergie. La crainte puis la matérialisation de blocage du détroit d'Ormuz, par lequel transite près de 20 % du pétrole mondial principalement à destination de l'Europe et de l'Asie, ainsi que 12 à 14 % du GNL qatari exporté vers l'Europe, ont constitué un choc majeur pour ces marchés. La suspension de la production de GNL du Qatar a aussi renforcé les pressions à la hausse sur les cours.

Dans ce contexte, le cours de l'électricité a augmenté de 21 % entre le 27 février et le 9 mars, celui du gaz naturel de 74 % et celui du Brent de 22 %. À fin avril, les tensions sur les cours du gaz naturel se sont atténuées avec la sortie de l'hiver et le début de reconstitution des réserves, lesquelles restent relativement faibles début juin (42 % contre 56 % en moyenne historique à date). L'entrave prolongée de la circulation du pétrole via le détroit d'Ormuz a maintenu la pression sur le cours du Brent dont le prix du baril a dépassé les 100 euros à plusieurs reprises, enregistrant une hausse de plus de 60 % sur la période.

**Graphique 55 : Prix de l'électricité et du gaz naturel en Europe**  
(prix mensuel en euros/MWh et euros/baril)



Source : Refinitiv

En mai, les accords de cessez-le-feu et l'avancée des négociations ont pu atténuer la hausse des prix du pétrole. Finalement, la signature d'un accord pour cesser la guerre entre les États-Unis et l'Iran et réouvrir le détroit d'Ormuz, ont permis de ramener le baril de Brent à 80 euros et le prix du TTF à 40 euros/MWh. Les tensions au Moyen-Orient demeurent élevées tandis que la reprise normale du trafic pourrait, cependant, prendre du temps. La pression sur les prix des matières premières énergétiques pourrait rester élevées.

<sup>52</sup> Les pays nordiques (Danemark, Norvège, Suède) ont organisé leurs réseaux d'électricité en plusieurs zones d'enchères, autorisant des variations de prix entre régions pour que celui-ci soit le plus proche possible de l'équilibre entre offre et demande. L'Allemagne, à l'inverse, est favorable à une tarification unique de l'électricité sur son marché, structurée autour de contrats de long terme mais plus coûteux en frais de gestion.

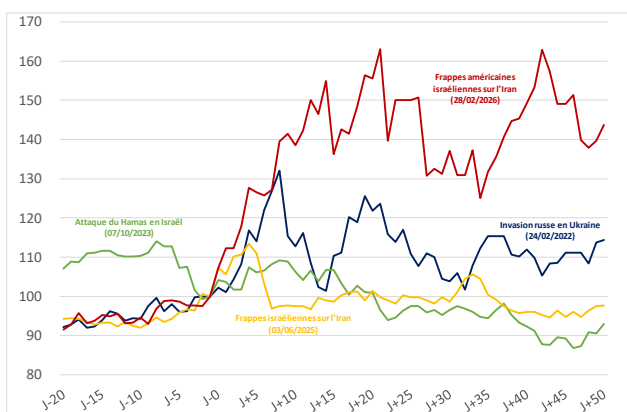
<sup>53</sup> Prix de gros mensuel de l'électricité d'après la source [ember-energy](https://www.ember-energy.com/).

□ **Un choc mieux absorbé que lors de la crise de 2022**

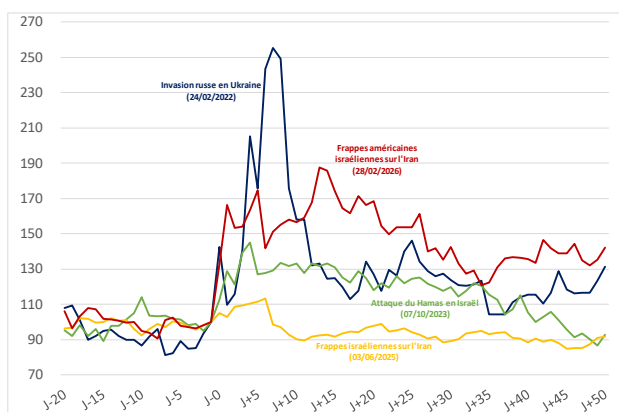
Le choc sur le Brent apparaît comme le plus marqué des dernières années : après une hausse initiale comparable à celle observée lors de l’invasion de l’Ukraine en 2022 (+30 % en 8 jours), les cours ont continué de progresser jusqu’à +60 % sous l’effet du blocage du détroit d’Ormuz, contrairement à 2022 où ils avaient rapidement reflué grâce à des sources alternatives d’approvisionnement.

Le choc sur le gaz naturel reste plus limité qu’en 2022, mais les tensions ont persisté plus longtemps, les difficultés d’approvisionnement en GNL en Europe et en Asie maintenant la pression sur les prix avant une détente progressive à partir de la fin de l’hiver.

**Graphique 56 : Évolution du cours du Brent suite aux derniers conflits géopolitiques (base 100 au jour du choc)**



**Graphique 57 : Évolution du cours du gaz naturel TTF suite aux derniers conflits géopolitiques (base 100 au jour du choc)**



Source : Refinitiv

Malgré la hausse persistante des prix du TTF et les tensions sur l’approvisionnement en gaz naturel dans un contexte marqué par l’arrêt des importations de gaz russe<sup>54</sup> et des importations en provenance du Qatar plus difficiles, le conflit au Moyen-Orient est intervenu dans un environnement énergétique européen moins tendu qu’en 2022. Avant même l’invasion de l’Ukraine, les stocks européens de gaz étaient déjà à des niveaux historiquement bas, autour de 30 % des capacités, alimentant les tensions sur le TTF et la flambée des prix en 2022. Depuis, la reconstitution des stocks et la diversification des sources d’approvisionnement<sup>55</sup> ont réduit la dépendance énergétique de l’Europe au gaz russe, mais aussi, plus largement, à un nombre limité de fournisseurs. Le niveau des appels de marge a également été plus contenu. La CCP ICE Clear Europe a enregistré un peu plus de 7 milliards de dollars d’appels de marges, dont près de 2 milliards pour le seul gaz naturel TTF au déclenchement du conflit. Le pic des appels de marge a été atteint le 8 avril, à 12,9 milliards, un niveau très éloigné des 35 milliards atteints fin août 2022, au plus fort de la crise énergétique en Europe.

<sup>54</sup> Le gaz russe comptait pour 45 % des importations en gaz de l’Union européenne en 2021 d’après l’Agence Internationale de l’Energie (IEA).

<sup>55</sup> Le GNL américain représente 27 % des importations européennes en gaz naturel contre 4 % en 2021, tandis que le GNL qatari compte pour 6 % contre 3 % en 2021.

### Encadré 6 : Métaux précieux et valeur refuge

L'or a enregistré une série de records en 2025 jusqu'au début de l'année 2026 atteignant plus de 5 000 dollars l'once avant de repasser sous ce seuil à partir de mars. Son cours a ainsi doublé entre début janvier 2025 et son point haut du 2 mars 2026. Cet engouement s'explique par un contexte particulièrement favorable aux valeurs refuges, marqué par la montée des tensions commerciales et géopolitiques.

#### □ Une financiarisation accrue de la demande qui tire les cours à la hausse

##### ○ Les investisseurs détiennent de plus en plus d'or

Les principaux détenteurs d'or restent, de loin, l'industrie de la joaillerie, qui, selon le World Gold Council détient 44 % des stocks mondiaux. Viennent ensuite les investisseurs via la détention de lingots, de pièces et de produits indicés (ETC<sup>56</sup>), représentant 23 %, puis les banques centrales (18 %), acteurs historiques de ce marché.

Néanmoins, ces acteurs présentent des dynamiques de demande diverses qui contribuent à une financiarisation croissante de la détention d'or :

- la demande des joailliers, pour qui l'or est un intrant de production recule structurellement sous l'effet de la hausse des prix et du ralentissement de la demande finale. Elle est passée de 2 800 à environ 2 000 tonnes entre 2013 et 2024, puis a encore reculé de 18 % en 2025 en lien avec la baisse des achats en Chine et en Inde, qui ne permettent plus de compenser les baisses déjà observées dans d'autres régions (Europe et Moyen-Orient).
- À l'inverse, la demande d'or pour des motifs d'investissement est en forte hausse, bénéficiant du stress financier et des perspectives de croissance des cours. Les investisseurs sont redevenus les premiers acheteurs d'or en 2025 avec une demande record de 2 200 tonnes (+ 83 % en un an), soutenue par les ETC.
- Les banques centrales, malgré un léger repli en 2025, restent structurellement acheteuses nettes. L'or continue de jouer un rôle clé dans la crédibilité des devises, et 95 % d'entre elles anticipent une hausse de leurs réserves en 2026 selon le World Gold Council.
- Le reste de la demande provient de l'industrie technologique, l'or étant un conducteur électrique, mais dans des volumes limités, entre 300 et 350 tonnes par an depuis 10 ans.

##### ○ L'or : de valeur refuge à opportunité d'investissement

Le cours de l'or est engagé dans une dynamique ascendante depuis novembre 2022 principalement portée par la recherche d'une valeur refuge dans un environnement incertain. Actif sans risque de contrepartie, il présente une corrélation faible voire négative avec les actifs financiers traditionnels, notamment en période de stress (Baur et Lucey, 2010<sup>57</sup>). McCown et Zimmerman (2006<sup>58</sup>) se réfère même à l'or comme un actif « zéro beta » efficace pour diversifier le risque de marché sur les actions américaines et européennes (Baur et McDermott 2010<sup>59</sup> ; Ryan et al., 2024<sup>60</sup>) y compris au cours d'événements externes aux marchés financiers telle que la crise pandémique de 2020 (Kumar et Padakandla, 2022<sup>61</sup> ; Choudhury et al., 2022<sup>62</sup>).

Sur les dernières années, cette demande s'est renforcée avec la montée des tensions internationales qu'elles soient géopolitiques (conflits Ukraine-Russie en 2022, Israël-Palestine en 2023) ou commerciales (tensions sur les droits de douanes).

La demande d'or est également soutenue par la dépréciation du dollar, liée à l'inflation et aux incertitudes de la politique monétaire américaine. Les acquisitions d'or étant majoritairement libellées en dollar, sa baisse réduit le coût d'achat pour les investisseurs non américains ce qui stimule la demande et renforce la hausse des prix (Reboredo, 2013<sup>63</sup>).

Il convient de noter qu'en période de stress financier, l'or ne joue pas immédiatement son rôle de valeur refuge. Sa forte liquidité et son utilisation comme collatéral sur les marchés organisés conduisent d'abord à des ventes destinées à répondre

<sup>56</sup> Les ETC (*exchange traded commodities*) sont des produits négociés en bourse suivant le cours d'une matière première ou d'un panier de matières premières. Ils appartiennent à la famille des ETP (*exchange traded products*), leur fonctionnement est similaire à celui d'un ETF.

<sup>57</sup> Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial review*, 45(2), 217-229.

<sup>58</sup> McCown, J. R., & Zimmerman, J. R. (2006). Is gold a zero-beta asset? Analysis of the investment potential of precious metals. *Analysis of the Investment Potential of Precious Metals (July 24, 2006)*.

<sup>59</sup> Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1886-1898.

<sup>60</sup> Source : Ryan, M., Corbet, S., & Oxley, L. (2024). Is gold always a safe haven?. *Finance Research Letters*, 64, 105438. Le rôle de l'or en tant que valeur refuge est toujours vérifié vis-à-vis du S&P 500, mais seulement en réaction à des annonces macroéconomiques uniquement. Les réactions à d'autres types de chocs (tensions commerciales ou attaques terroristes) mènent à des résultats divers.

<sup>61</sup> Kumar, A. S., & Padakandla, S. R. (2022). Testing the safe-haven properties of gold and bitcoin in the backdrop of COVID-19: A wavelet quantile correlation approach. *Finance research letters*, 47, 102707.

<sup>62</sup> Choudhury, T., Kinatader, H., & Neupane, B. (2022). Gold, bonds, and epidemics: a safe haven study. *Finance Research Letters*, 48, 102978. Les auteurs montrent cependant que les obligations souveraines américaines et japonaises se sont avérées des valeurs refuges de meilleure qualité.

<sup>63</sup> Reboredo, J. C. (2013). Is gold a safe haven or a hedge for the US dollar? Implications for risk management. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2665-2676.

aux appels de marge, ce qui exerce une pression baissière temporaire sur son cours. Ce n'est qu'ensuite, lorsque la demande de couverture et de réserve de valeur s'intensifie, que l'or retrouve une dynamique haussière.

La hausse des cours s'inscrit aussi, et de plus en plus, dans une logique de diversification de portefeuille. Plusieurs acteurs dont Goldman Sachs et Bridgewater suggèrent une plus forte allocation en or au détriment des *Treasuries*, pourtant habituellement favorisés en tant qu'actifs sans risques. Deux facteurs principaux expliquent ce mouvement :

- une volonté de « dédollarisation » des portefeuilles liés à l'inflation, à la dépréciation du dollar, aux tensions commerciales et aux sanctions internationales qui fragilisent le dollar comme actif de réserve ;
- la hausse des corrélations entre actions et obligations<sup>64</sup> qui réduit d'autant plus leur capacité de diversification dans un contexte de globalisation accrue des marchés.

Depuis avril, cependant, le cours de l'or a interrompu sa dynamique ascendante. La montée de l'inflation, en particulier aux États-Unis, augmente la probabilité de voir les taux augmenter, réduisant l'intérêt des investisseurs pour l'or.

#### □ Des prix sous pression d'une contraction de l'offre ?

Les dynamiques de demande jouent un rôle central dans la hausse des cours de l'or observée, mais l'offre pourrait également devenir un facteur déterminant. Elle s'est établie à 5 100 tonnes, en croissance modeste (+ 2 % en 2025).

La production minière progresse à rythme modéré et pourrait avoir atteint son pic en 2025, à 3 800 tonnes dans un contexte de déplétion des principaux gisements et de rareté des mises en exploitation de nouveaux gisements. Cette situation pourrait entraîner des tensions sur l'offre et soutenir les cours sur les prochaines années.

Les réserves souterraines d'or sont estimées à 55 000 tonnes contre 220 000 tonnes déjà extraites. Mêmes en intégrant les ressources plus incertaines, de l'ordre de 132 000 tonnes, le stock restant demeure inférieur au volume déjà produit.

L'offre ne devrait toutefois pas pour autant s'effondrer. L'or recyclé qui représente environ 27 % de l'offre en 2025 permet de compenser en partie le ralentissement minier.

#### □ Autres métaux précieux : l'argent, le platine et le palladium dans le sillage de l'or

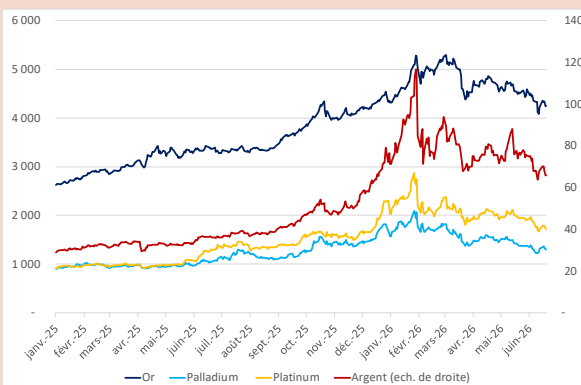
L'or n'est pas le seul métal précieux à avoir connu cette dynamique haussière : l'argent, le platine et le palladium ont également atteint de nouveaux records début 2026.

L'argent enregistre la plus forte progression, avec un cours plus que triplé entre début 2025 et son pic à 94 dollars l'once fin en février 2026. Étroitement corrélé à l'or, il bénéficie d'un effet de substitution lorsque ce dernier devient trop coûteux. Cette hausse plus que proportionnelle de l'argent s'explique aussi par une demande industrielle soutenue liée notamment à la transition énergétique (photovoltaïques, moteurs électriques) ainsi qu'une offre également en recul.

Les platinoïdes (platine et palladium notamment) suivent une dynamique similaire. Le cours du palladium a doublé entre début 2025 et fin février 2026, tandis que celui du platine a augmenté de 150 % sur la même période, soutenus à la fois par l'effet d'entraînement de l'or et par une demande industrielle solide. Une partie du report de la demande des joailliers de l'or vers le platine a également renforcé cette dynamique.

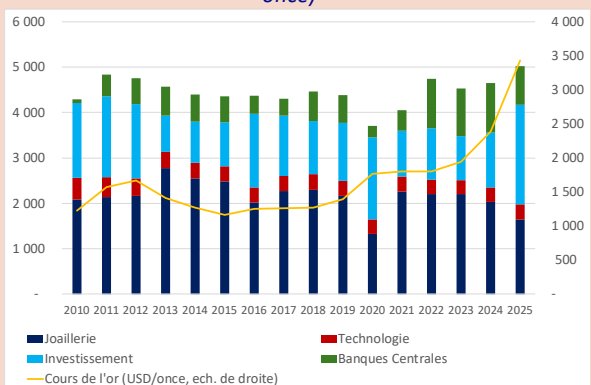
Comme pour l'or, les cours des autres métaux précieux sont en repli depuis le mois d'avril.

**Graphique 58 : Cours des métaux précieux**  
(prix London Bullion Market, en euros par once)



Source : Refinitiv

**Graphique 59 : Demande d'or**  
(éch. de gauche en tonnes, éch. de droite en dollar par once)



<sup>64</sup> Voir [Cartographie AMF des marchés et des risques 2024](#).

### 2.4.3. Le marché des quotas carbone européen : entre tensions commerciales et anticipations réglementaires

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 CO<sub>2</sub> 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 hébergée par l'*European Energy Exchange* (EEX) en Allemagne. Ils peuvent, par la suite, être échangés via des contrats *futures*.

#### □ Au-delà des tensions commerciales, l'abaissement des objectifs de réduction pèse sur les prix

Le cours des quotas européens a évolué dans un premier temps au rythme des tensions commerciales en début d'année 2025, enclenchant une dynamique baissière à partir du mois de février sous l'effet des anticipations de ralentissement des échanges internationaux. Les cours se sont ensuite maintenus autour de 70 euros jusqu'en septembre. En fin d'année 2025, les pressions liées à la réduction de 27 millions de quotas en 2026 dans le cadre du système de *cap-and-trade* européen<sup>65</sup>, soit environ 6 % de l'offre, ont poussé les prix jusqu'à 90 euros.

Cependant, début 2026, le cours des quotas a fortement chuté, perdant près de 24 % entre mi-janvier et fin février. Cette contraction s'explique en grande partie par la révision à la baisse de la cible européenne de réduction des émissions de gaz à effet de serre à l'horizon 2040 désormais fixé à 81 % par rapport aux niveaux de 1990 contre 90 % auparavant. Selon le LSEG<sup>66</sup>, ces annonces ont entraîné le retrait de nombreux fonds d'investissement du marché, accentuant ainsi la baisse des prix.

Les effets de la réduction des objectifs d'émissions est encore plus forte sur le second marché des quotas carbone (ETS2)<sup>67</sup>. En effet, bien que les premiers quotas de ce second marché ne doivent être émis qu'en 2027, l'Intercontinental Exchange (ICE) a lancé dès 2025 un contrat *future* adossé à ces nouveaux quotas, dont l'entrée en vigueur, sur les secteurs du transport et de la construction notamment, est prévue à partir de 2028. Ce contrat présente l'avantage de refléter les anticipations des acteurs de marché avant l'émission effective des quotas sous-jacents. Dès la fin d'année 2025, l'avancée des discussions ainsi que les prises de position de plusieurs gouvernements européens en faveur d'un allègement des règles et d'un report des prochaines étapes du système d'échange ont entraîné une décorrélation avec le cours du marché historique. Le cours a ainsi été divisé par deux entre le 10 décembre et le 9 janvier, à 43 euros contre 87 euros pour le marché établi.

#### □ L'influence croissante des industriels entraîne une décorrélation croissante entre marché carbone et marchés énergétiques

Début mars 2026, les répercussions du conflit en Iran sur les marchés énergétiques se sont relativement peu transmises au marché du carbone. La hausse des cours des quotas s'est limitée à 7 % entre fin février et fin avril, très loin des niveaux observés sur les marchés du gaz naturel et du pétrole.

Cette relative insensibilité résulte d'une moindre corrélation des cours des quotas aux matières premières énergétiques au profit d'une connexion croissante avec les marchés actions européens. Selon le LSEG<sup>68</sup>, fin 2025, les variations quotidiennes du STOXX 600 expliquaient davantage l'évolution des cours des quotas d'émission que celles du TTF. Ces interconnexions accrues s'expliquent par la présence croissante des acteurs industriels sur ce marché, et même dominante en termes de volume en 2024, devant les producteurs d'énergie. En effet, le rythme de décarbonation des premiers est faible là où il s'accélère pour les seconds.

Par ailleurs, les exigences à venir en matière de décarbonation amènent les agents industriels à anticiper leurs futurs besoins :

<sup>65</sup> Le système de quotas d'échange de droits d'émission européen fonctionne sur un modèle de « cap » (voir [Cartographie des marchés et des risques AMF de 2024](#)).

<sup>66</sup> LSEG Commodities Research, *Carbon Market Outlook 2026*, le 2 février 2026.

<sup>67</sup> Le second système d'échange de quotas, limité à deux industries, le transport routier et le bâtiment, qui restent sur l'ancienne cible de réduction des émissions à 43 % en 2030 par rapport à 2005 (voir [Cartographie des marchés et des risques AMF de 2025](#)).

<sup>68</sup> LSEG Commodities Research, *Carbon Market Outlook 2026*, le 2 février 2026.

- Comme évoqué, le second marché des quotas carbone pour certaines industries doit entrer en application en 2028. Certaines entreprises non couvertes par le système actuel peuvent ainsi être incitées à se couvrir en amont de son ouverture ;
- Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF ou *Carbon border adjustment mechanism*, CBAM, en anglais) entre dans une phase transitoire en 2026. Les importateurs d'acier, ciment, aluminium, engrais azotés, hydrogène et électricité<sup>69</sup> déclarant l'importation de plus de 50 tonnes de ces marchandises seront soumis à l'obligation d'acheter des certificats équivalents à 1 t. d'émission de carbone l'année suivante. Le prix de ces certificats étant amené à converger vers celui des quotas existants, les entreprises concernées interviennent d'ores et déjà sur le marché afin de se protéger des variations de prix futures.

**Graphique 60 : Cours du contrat futures sur les quotas d'émission de CO2 européen**  
(en euros par tonne)



*Note de lecture :* le cours des quotas ETS rend compte du système d'échange de quotas historique. Le cours des quotas ETS 2 rend compte du second système d'échange de quotas.

Source : Refinitiv

#### Encadré 7 : MISP

La Commission a publié le 4 décembre 2025 le paquet législatif *Market Integration and Supervision Package* (MISP) poursuivant la stratégie d'Union de l'épargne et de l'investissement (SIU) en réponses aux rapports Draghi, Letta et Noyer en 2024. Avec ce paquet, la Commission veut œuvrer à la réduction des freins à la circulation des capitaux dans l'UE ainsi que l'harmonisation des règles sous deux angles : l'intégration et la supervision centralisée.

##### □ Une recherche d'intégration accrue

Le paquet MISP vise à renforcer l'intégration des marchés de capitaux de l'Union européenne en levant les barrières persistantes dans les domaines du *trading*, du post-marché et de la gestion d'actifs. Ces obstacles continuent de freiner la circulation transfrontière des capitaux et peuvent limiter le développement des nouvelles technologies et la compétitivité des marchés européens. Le paquet prévoit notamment :

- une harmonisation accrue du *Single Rulebook*, en regroupant certaines règles aujourd'hui inscrites dans des directives dans des règlements d'application directe, et en supprimant les options nationales et les clauses d'harmonisation minimale ;
- un renforcement de la primauté des autorités compétentes d'origine (*home NCAs*) par rapport aux autorités d'accueil (*host NCAs*), dont les prérogatives dans le cadre des activités transfrontières seraient sensiblement réduites ;
- une simplification de l'organisation des acteurs paneuropéens afin de renforcer leur compétitivité, en leur permettant de rationaliser davantage leur présence au sein de l'UE. Cette approche favoriserait une logique de « hub » européen plutôt qu'une multiplication des filiales dans chaque pays d'accueil. Dans cette perspective, la

<sup>69</sup> Marchandises « simples » fortement exposées au risque de fuite carbone et représentant environ la moitié des émissions industrielles dans l'UE.

Commission européenne propose notamment :

- de faciliter la délégation intragroupe de certaines fonctions pour les sociétés de gestion de portefeuille, en permettant l'externalisation de fonctions vers les entités régulées d'un même groupe moyennant une simple notification à l'autorité nationale ;
- de mettre en place un « passeport dépositaire » permettant aux gérants européens de désigner un dépositaire établi dans n'importe quel pays de l'UE et non plus uniquement dans l'État membre de domiciliation du fonds ;
- de créer une obligation pour les CSD qualifiés de « Hubs » de se connecter entre eux et pour les autres CSD de se connecter à au moins un *Hub* (modèle dit « *Hubs and Spokes* ») ;
- la création d'un statut d'opérateur de marché paneuropéen (PEMO). Ce statut optionnel permettrait aux opérateurs d'exploiter des plateformes dans plusieurs États membres de l'UE sous une licence unique délivrée par l'ESMA, étant précisé que l'autorité nationale de chaque marché resterait en charge de la surveillance au titre du règlement abus de marchés (MAR).

**□ Une centralisation accrue de la supervision de certains grands acteurs des marchés financiers**

Le paquet MISP prévoit des modifications en profondeur des pouvoirs, des compétences, de la gouvernance et du financement de l'ESMA. L'ESMA se voit en particulier transférer la compétence de supervision directe sur les opérateurs de plateformes de négociation significatives, les PEMO, les CCP et les CSD significatifs ainsi que tous les prestataires de services sur cryptoactifs. Lui échoit également la supervision des abus de marché sur les marchés de crypto-actifs. L'ESMA centraliserait également les notifications de passeports pour la commercialisation transfrontière des fonds OPCVM et FIA via une plateforme de données dédiée.

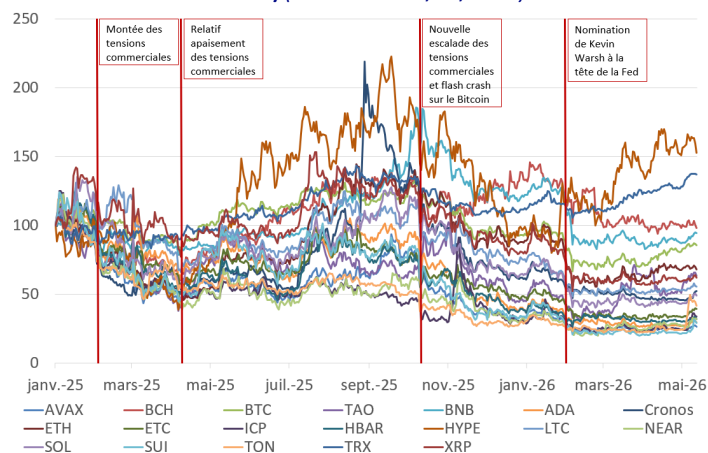
Outre l'élargissement de ses pouvoirs de supervision directe, l'ESMA voit ses pouvoirs de convergence de supervision renforcés, notamment avec de nouvelles mesures coercitives à l'encontre des autorités nationales déficientes, une capacité accrue à émettre des lettres de dépriorisation (*no action letter*) et l'établissement d'accords de coopération avec les autorités nationales afin notamment de gérer la transition vers le nouveau régime de supervision directe.

La gouvernance de l'ESMA est profondément réformée avec l'introduction d'un nouvel *Executive Board*, composé de 5 membres, qui sera responsable des mandats de supervision directe de l'ESMA et des tâches actuellement conduites par le *Management Board*.

## 2.5. MARCHÉS DE CRYPTO-ACTIFS

Les marchés de crypto-actifs ont connu une forte volatilité en 2025 et au début de l'année 2026. Les cours du Bitcoin et de l'Ether ont alterné entre records historiques et épisodes de baisse marquée. Après une phase de hausse soutenue, les marchés ont notamment subi une correction brutale à partir d'octobre 2025, illustrant la sensibilité persistante de cette classe d'actifs aux changements de sentiment des investisseurs. Ces évolutions de prix ont été principalement déterminées par des facteurs exogènes à l'écosystème *blockchain*. Le Bitcoin, en particulier, est apparu en 2025 plus dépendant que jamais des développements économiques, financiers et politiques aux États-Unis.

**Graphique 61 : Cours des 20 principaux crypto-actifs de *layer 1* en termes de capitalisation (exclus XMR et ZEC pour des raisons de visibilité) (base 100 = 01/01/2025)**



### 2.5.1. La dépendance des crypto-actifs à l'environnement économique et politique américain s'est renforcée en 2025.

L'évolution des cours des principaux crypto-actifs a été largement dictée par des facteurs macroéconomiques et géopolitiques. L'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine au premier semestre 2025 a alimenté l'aversion au risque des investisseurs et pesé sur les actifs les plus risqués. Entre février et le 8 avril, le Bitcoin a ainsi perdu 24 % de sa valeur, tandis que les principaux crypto-actifs de *layer 1*<sup>70</sup> reculaient en moyenne de 38 %.

L'apaisement progressif des tensions commerciales à partir d'avril, combiné à l'affaiblissement du dollar, à la dégradation de la note souveraine américaine et aux anticipations de baisse des taux, a ensuite favorisé un fort rebond du marché. Le Bitcoin a atteint de nouveaux sommets historiques, progressant de 47 % entre le 8 avril et le 9 octobre 2025 à plus de 126 000 dollars, tandis que la plupart des autres crypto-actifs ont enregistré des hausses encore plus marquées (68 % en moyenne sur la période)<sup>71</sup>.

Cette dynamique s'est toutefois brutalement interrompue en octobre 2025 à la suite de nouvelles annonces tarifaires américaines visant la Chine. La correction qui a suivi a été amplifiée par des liquidations massives de positions à effet de levier et des tensions sur plusieurs plateformes d'échange<sup>72</sup>. Début 2026, les anticipations d'une politique monétaire américaine moins accommodante ont accentué ce mouvement, le Bitcoin perdant jusqu'à 43 % entre octobre 2025 et février 2026. Ces épisodes ont confirmé la forte dépendance des crypto-actifs à l'environnement économique, financier et politique américain.

### 2.5.2. Des corrélations de plus en plus fortes au sein des marchés de crypto-actifs

#### □ L'Ether : dans la dynamique du Bitcoin sans le statut de crypto-actif pionnier

L'Ether a globalement suivi les évolutions du Bitcoin, mais avec une volatilité plus élevée. Ne bénéficiant ni du statut de crypto-actif pionnier ni de celui d'actif de réserve associé au Bitcoin, il a davantage souffert de la correction du début de l'année 2025, perdant près de 60 % de sa valeur entre décembre 2024 et début avril 2025. Son rebond a toutefois été beaucoup plus marqué, avec une hausse de près de 250 % entre avril et octobre 2025, contre 64 % pour le Bitcoin, le rapprochant de son record historique d'environ 5 000 dollars. Depuis, la corrélation entre les deux crypto-actifs est demeurée stable.

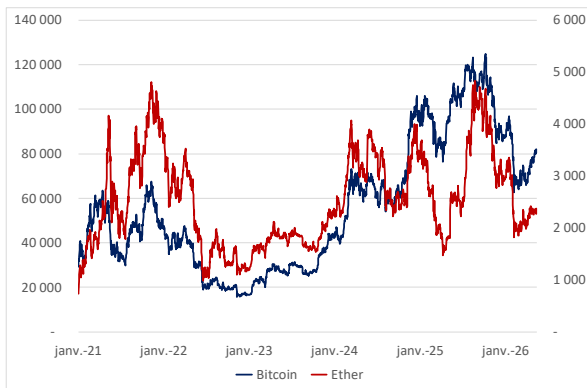
---

<sup>70</sup> Les 20 plus grands crypto-actifs de *layer 1* en termes de capitalisation (tous dépassent, à date du 12 mai, 1 milliard de dollars de capitalisation), à savoir : Avalanche (AVAX), Bitcoin (BTC), Bitcoin Cash (BCH), Bittensor (TAO), BNB, Cardano (ADA), Cronos (CRO), Ether (ETH), Ethereum Classic (ETC), Hedera (HBAR), Hyperliquid (HYPE), Internet computer (ICP), Litecoin (LTC), Monero (XMR), Near Protocol (NEAR), Solana (SOL), Sui, Toncoin (TON), TRON, XRP, Zcash (ZEC).

<sup>71</sup> Les variations moyennes des cours des principaux crypto-actifs de *layer 1* concernent les crypto-actifs présentés dans le Graphique 61 exclu du Zcash dont le cours a été multiplié par 10 entre janvier 2025 mai 2026.

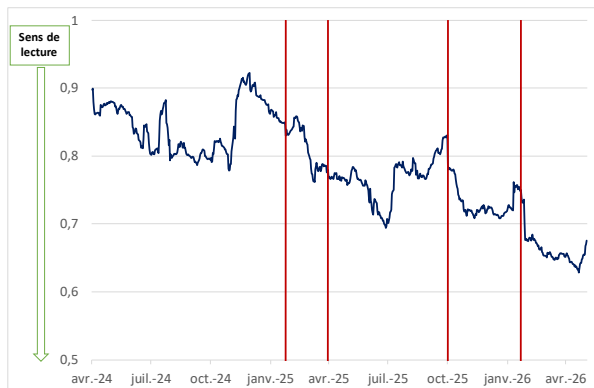
<sup>72</sup> Plusieurs incidents sur ses services de négociation liés à la congestion des réseaux lors des effets de cascades ont été constatés. Voir par exemple : [Binance, The October 10 crypto market flash crash: What happened and Binance response](#), 30 janvier 2026 ou Coingecko, [What is October 10th ? Crypto's 10/10 mass market liquidation event](#), 6 février 2026

**Graphique 62 : Cours du Bitcoin et de l'Ether (en dollar)**



Source : CoinGecko, calculs AMF

**Graphique 63 : Analyse du co-mouvement des crypto-actifs**



### □ Les chocs négatifs accentuent plus fortement la tendance au co-mouvement des crypto-actifs

Outre les deux crypto-actifs de référence, l'ensemble du marché des crypto-actifs semble avoir été sensible aux évolutions de l'environnement américain. Les crypto-actifs ont en effet historiquement tendance à évoluer de concert, quels que soient leurs usages ou leurs caractéristiques (investissement, exécution de *smart contracts*, échanges décentralisés, etc.). Cette forte corrélation suggère qu'ils réagissent à des facteurs communs à l'écosystème Bitcoin et que les chocs affectant certains actifs peuvent rapidement se diffuser à l'ensemble du marché.

Le Graphique 62, qui présente l'évolution des cours des principaux crypto-actifs en 2025, montre que les différentes phases observées sur les cours du Bitcoin et de l'Ether se retrouvent également pour la majorité des crypto-actifs. Le Graphique 63 confirme cette tendance à travers un indice de co-mouvement des cours<sup>73</sup>, mesurant la distance théorique entre les prix de 20 crypto-actifs. Plus cette distance est faible, plus les cours évoluent de manière corrélée ; à l'inverse, une distance élevée traduit une plus grande divergence dans leurs évolutions.

L'analyse du co-mouvement des crypto-actifs indique une tendance au renforcement des corrélations depuis novembre 2024, dans le sillage de l'élection de D. Trump aux États-Unis. Les principaux événements ayant marqué le marché des crypto-actifs se sont tous accompagnés d'une hausse du co-mouvement. Toutefois, les épisodes de baisse des cours ont entraîné un renforcement des corrélations nettement plus marqué que les phases haussières. Les corrections observées en février et en octobre 2025, ainsi qu'à la fin du mois de janvier 2026, se sont ainsi traduites par une diminution plus rapide et plus prononcée de l'indice que lors des phases de hausse enregistrées à partir de novembre 2024 puis entre avril et septembre 2025.

### □ Le Bitcoin et l'Ether occupent une position centrale dans la transmission des dynamiques de marché

En tant que crypto-actifs les plus liquides et principales références du marché, le Bitcoin et l'Ether jouent un rôle central dans l'intégration des informations de marché. Le premier, souvent perçu comme un crypto-actif « refuge », et le second, comme l'actif de référence de l'écosystème des services *blockchain*, constituent des vecteurs privilégiés de transmission d'informations au reste du marché.

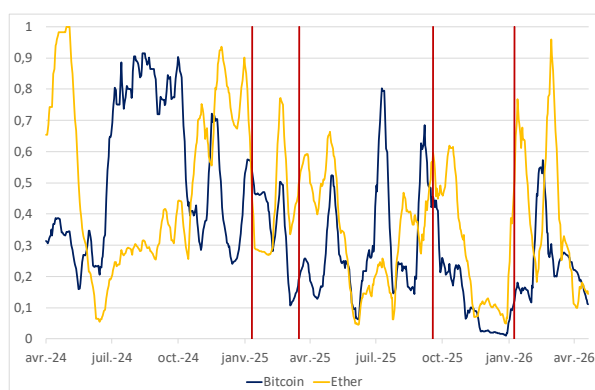
Cette sous-section analyse ainsi leur influence sur les rendements des 18 autres crypto-actifs du panel au moyen d'indicateurs de centralité<sup>74</sup>, présentés dans le Graphique 64.

<sup>73</sup> 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'intermédiarité 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 risques 2022.

<sup>74</sup> L'indicateur retenu est la « *eigenvector centrality* » (voir note 32), les influences sont bornées entre 0 et 1.

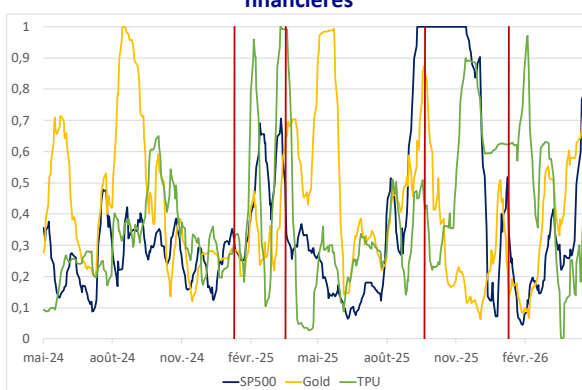
Plus l'indicateur de centralité est élevé, plus le rendement du crypto-actif considéré est corrélé à celui des autres actifs du panel, ce qui favorise la diffusion des chocs. En 2025, les indices de centralité du Bitcoin et de l'Ether ont été particulièrement volatils et ont eu tendance à augmenter lors des changements de dynamique associés aux chocs de politique commerciale évoqués précédemment. Pour le Bitcoin, des pics de centralité apparaissent également à l'été 2025 puis juste avant la correction d'octobre. Ces périodes coïncident avec l'atteinte de nouveaux sommets de prix et semblent associées à des hausses largement partagées par les autres crypto-actifs du panel.

**Graphique 64 : Indice de centralité du Bitcoin et de l'Ether**



Source : CoinGecko, Refinitiv, calculs AMF

**Graphique 65 : Indice de centralité des variables macro-financières**



#### □ Des interactions plus fortes avec la finance traditionnelle

La forte sensibilité des crypto-actifs à des événements extérieurs à leur propre écosystème suggère des liens étroits avec les marchés financiers traditionnels. Le Graphique 65 reprend la méthodologie utilisée pour le Graphique 64 en y intégrant, successivement, plusieurs variables macro-financières afin d'évaluer leur degré d'interconnexion avec les principaux crypto-actifs :

- le S&P 500 est introduit afin d'analyser les interactions entre les marchés de crypto-actifs et le principal indice actions américain ;
- l'or est retenu comme valeur refuge de référence afin d'étudier ses liens avec les marchés de crypto-actifs dans un contexte de fortes tensions géopolitiques ;
- l'indice d'incertitude en matière de politique commerciale (*Trade policy uncertainty*, TPU<sup>75</sup>) est ajouté afin d'évaluer l'influence des tensions commerciales sur les marchés de crypto-actifs en 2025.

L'indice d'incertitude en matière de politique commerciale présente une centralité élevée lors des phases de dégradation des relations commerciales consécutives à la prise de fonction du nouveau gouvernement américain. Au cours de ces mêmes périodes, la centralité du S&P 500 augmente également, bien que dans une moindre mesure. Le regain de centralité observé pour l'indice de tensions commerciales en fin de période coïncide avec l'examen par la Cour suprême américaine de certains droits de douane en novembre, puis avec leur invalidation en février. Plus généralement, la fin de l'année 2025 est marquée par un renforcement des corrélations entre le S&P 500 et les marchés de crypto-actifs.

### 2.5.3. Les *stablecoins* : vers une dégradation du statut du Tether ?

#### □ L'établissement d'un cadre réglementaire américain pour les crypto-actif favorable au développement des *stablecoins*

La capitalisation boursière des principaux *stablecoins* a conservé un rythme de croissance très soutenu en 2025, passant de 207 à 307 milliards de dollars sur l'année. Depuis janvier 2024, elle a plus que doublé (+135 %). Comme

<sup>75</sup> L'indice TPU est dérivé de l'indice EPU (Economic Policy Uncertainty) développé par [S. Baker, N. Bloom et S. Davis \(2016\)](#). Il rend compte du nombre d'article de presse papier des États-Unis qui traite de l'incertitude liée à la politique commerciale.

les principaux crypto-actifs, les *stablecoins* ont été particulièrement sensibles aux évolutions réglementaires aux États-Unis.

Publié en juillet 2025, le Genius Act définit un cadre réglementaire pour les paiements en *stablecoins*. Il impose notamment que les *stablecoins* autorisés soient adossés à des actifs jugés relativement sûrs, c'est-à-dire faiblement exposés aux risques de crédit et de valorisation, tels que les dépôts bancaires, les titres de dette souveraine de court terme ou les réserves en monnaie de banque centrale. Ce texte vise ainsi à positionner les *stablecoins* au cœur du développement des activités liées à la *blockchain*, en particulier de la tokenisation des actifs financiers réels (voir section dédiée).

À partir de sa publication, la croissance de la capitalisation boursière des *stablecoins* s'est nettement accélérée, passant de 250 à 310 milliards de dollars entre juillet et octobre 2025. Les *stablecoins* ont également bénéficié du rallye observé sur les autres crypto-actifs, dont ils constituent fréquemment l'actif de règlement au sein des protocoles d'échange de la finance décentralisée (DeFi). Depuis lors, leur capitalisation boursière s'est stabilisée autour de 320 milliards de dollars en mai 2026.

Le marché des *stablecoins* demeure très concentré. En mai 2026, le Tether (USDT) et l'USD Coin (USDC) représentent encore 84 % de la capitalisation totale, contre 90 % en 2024. Cette évolution reflète principalement l'érosion des parts de marché du Tether, passées de 70 % à 60 %, au profit de l'USDC, dont la part a progressé de 20 % à 25 %. Ce rééquilibrage s'explique à la fois par une volonté de diversification des investisseurs et par la non-conformité du Tether au règlement MiCA, qui limite son utilisation sur les plateformes européennes.

La position dominante du Tether est également fragilisée par les interrogations relatives à la qualité de ses réserves. S&P l'a classé parmi les *stablecoins* les plus risqués, soulignant la présence d'actifs plus volatils, tels que le Bitcoin, l'or, les obligations d'entreprises ou les titres de créances garanties (*secured loans*)<sup>76</sup>. La correction du Bitcoin à partir d'octobre 2025 a notamment contraint l'émetteur à réallouer une partie de ses réserves. À l'inverse, l'USD Coin conserve une notation stable et favorable, ses réserves étant investies presque exclusivement en dépôts bancaires, titres souverains de court terme et autres actifs assimilables au cash.

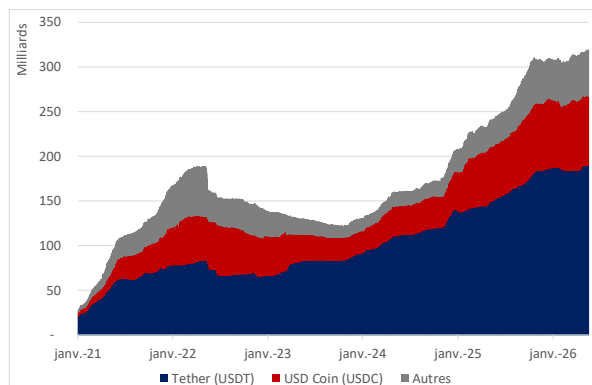
#### □ Un marché toujours très concentré, mais une domination du Tether de plus en plus contestée

La baisse des parts de marché du Tether tient aussi dans la dégradation de sa notation par S&P qui l'a placé dans la classe des *stablecoins* les plus risqués. S&P note les *stablecoins* sur une échelle allant de 1 à 5 où 1 représente les meilleures qualités en termes de réserve de valeur pour un *stablecoin*. S&P a soulevé la montée d'actifs très risqués dans les réserves servant à défendre la valeur unitaire du Tether vis-à-vis du dollar. Les réserves du Tether ne se limitent, en effet, pas à des titres souverains américains mais comprennent aussi du Bitcoin, de l'or, des obligations d'entreprises et de titres de créances garanties (*secured loans*). La détention de Bitcoin notamment a contraint l'émetteur du Tether à réallouer ses réserves depuis octobre avec la forte correction du crypto-actif. Au 31 mars 2026, un peu du quart des réserves du Tether se composait d'actifs autres que du *cash equivalent* et dépôts de court terme. À l'inverse, S&P attribue une notation stable de grade « 2 » à l'USD Coin, ses réserves se composent quasi exclusivement (99,6 %) de *cash equivalent*, de titres souverains de court terme et de dépôts bancaires.

---

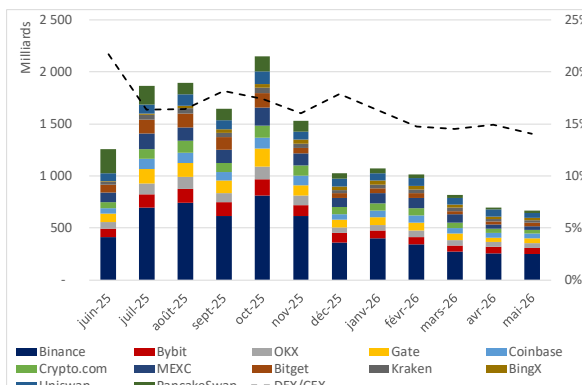
<sup>76</sup> Au 31 mars 2026, un peu plus du quart des réserves du Tether se composait d'actifs autres que du *cash equivalent* et dépôts de court terme

**Graphique 66 : Capitalisation boursière des principaux stablecoins (en dollar)**



Source : CoinGecko, DeFiLlama, calculs AMF

**Graphique 67 : Cours des 20 principaux crypto-actifs de layer 1 en termes de capitalisation (exclus XMR et ZEC pour des raisons de visibilité) (base 100 01/01/2025)**



#### 2.5.4. Plateformes d'échange de crypto-actifs

La part de marché des transactions réalisées sur des protocoles d'échange décentralisés (DEX), propres à la finance décentralisée (DeFi), a atteint un niveau record de 22 % en juin 2025<sup>77</sup>. Ces protocoles mettent directement en relation acheteurs et vendeurs sur la *blockchain* (« on chain ») au moyen de *smart contracts*<sup>78</sup>, à la différence des plateformes d'échange centralisées (Centralised Exchanges, CEX<sup>79</sup>), telles que Binance, qui reposent sur des infrastructures opérant principalement hors *blockchain* (« off chain »).

Depuis ce pic, la part des échanges réalisés sur les DEX s'est repliée autour de 15 % début 2026. Cette contraction s'explique par le regain de volatilité à partir de novembre 2025 et par la baisse des cours, qui ont favorisé un report des investisseurs vers les plateformes centralisées, perçues comme plus liquides et plus sécurisées.

Les lieux d'échange de crypto-actifs restent par ailleurs très concentrés, qu'ils soient centralisés ou décentralisés. Entre juin 2025 et mai 2026, Binance a représenté 42 % des volumes échangés sur les dix principales plateformes. Sur le segment des DEX, la concentration est également élevée : depuis août 2025, Uniswap et PancakeSwap totalisent près de 45 % des volumes. Hors épisode exceptionnel de l'été 2025, Uniswap demeure le principal protocole décentralisé, avec environ 30 % de parts de marché.

<sup>77</sup> Ce record est principalement lié à la hausse des volumes sur PancakeSwap, portée par le lancement de Binance Alpha et le routage de ses transactions vers la *blockchain* BNB. Les volumes sont ensuite progressivement revenus à des niveaux plus habituels.

<sup>78</sup> 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 des risques 2023 et dans le papier de discussion de l'AMF sur la finance décentralisée (juin 2023).

À noter, que quelques DEX peuvent répliquer le fonctionnement de carnet d'ordres.

<sup>79</sup> Les plateformes d'échanges centralisées (CEX) sont les lieux d'échanges classiques de crypto-actifs, fonctionnant sur un système de carnet d'ordre et n'opérant pas directement sur la *blockchain* (off-chain).

## 2.6. TOKENISATION

### □ Définition et enjeux

La tokenisation des actifs financiers consiste à représenter un instrument financier (obligation, action, part de fonds, etc.) sous forme de jeton numérique (*token*) inscrit sur une infrastructure de registre distribué (*distributed ledger technology* ou DLT / *blockchain*). Contrairement à une simple numérisation, ces titres sont émis et/ou enregistrés sur la *blockchain*, ce qui permet d'intégrer directement dans l'infrastructure certaines fonctions aujourd'hui assurées par plusieurs intermédiaires, comme l'émission, la négociation, le règlement ou le transfert. Elle s'inscrit dans la transformation numérique des infrastructures de marché fondée sur les technologies de registres distribués. En permettant la représentation et la circulation d'actifs sous forme de *tokens* sur une *blockchain*, elle favorise l'automatisation de certaines opérations financières au moyen de *smart contracts*<sup>80</sup> et contribue à une réorganisation partielle des mécanismes traditionnels d'intermédiation.

La tokenisation permet également de représenter et d'échanger une grande diversité d'actifs, y compris des actifs réels tels que des biens immobiliers, des matières premières ou des œuvres d'art, facilitant ainsi leur fractionnement, leur accessibilité et leur échange sur des infrastructures fonctionnant de manière continue. Ces promoteurs mettent en avant plusieurs gains d'efficacité, notamment un règlement plus rapide des transactions, une simplification de la chaîne d'intermédiation financière ainsi qu'une automatisation de certaines opérations de marché.

La tokenisation des actifs financiers se développe surtout autour de trois principaux segments.

- *l'émission de titres* : la tokenisation permet *l'émission de digital native securities*, soit des instruments financiers émis directement sur une infrastructure de type DLT. Les émissions observées portent principalement sur des titres de créance, ainsi que sur des parts d'organismes de placement collectif et, dans une moindre mesure, sur des actions.
- *la gestion d'actifs* : la tokenisation peut être appliquée au passif comme à l'actif des fonds. Au passif, elle permet l'émission de parts de fonds sous forme de *tokens*, avec automatisation des opérations de souscription et de rachat et diversification des canaux de distribution. À l'actif, l'utilisation de *stablecoins*, qualifiés de *e-money tokens* (EMT) au sens du règlement MiCA, permet le règlement des opérations de souscription et de rachat sur infrastructure DLT (cf. chapitre 3)
- *les infrastructures de marché* : la tokenisation favorise l'émergence de nouvelles infrastructures de marché fondées sur la DLT, intégrant au sein d'un même environnement les fonctions de négociation, de règlement et de conservation des instruments financiers. Ces modèles sont actuellement développés dans le cadre du régime pilote européen sur les infrastructures de marché DLT.

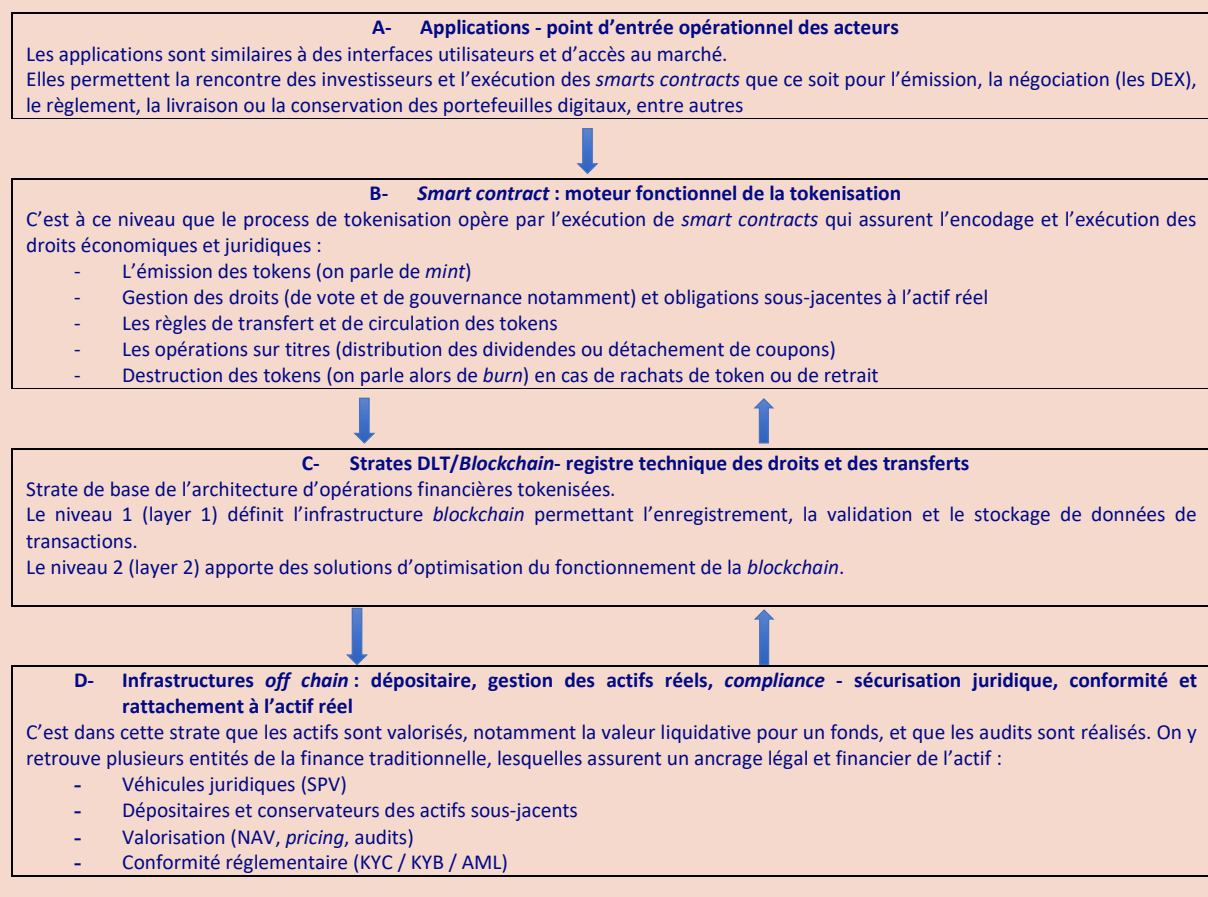
Elle est ainsi susceptible d'affecter l'ensemble de la chaîne de valeur des marchés financiers et soulève, à ce titre, des enjeux techniques, économiques et juridiques spécifiques.

---

<sup>80</sup> Programmes informatiques autonomes dont l'exécution est conditionnée par la réalisation de critères prédéfinis

### Encadré 8 : Cadre architectural de la tokenisation

La tokenisation des actifs financiers s'appuie généralement sur une architecture hybride articulant une infrastructure *on-chain* fondée sur les technologies de registres distribués (DLT) et des strates *off-chain* issues de la finance traditionnelle. En effet, les *tokens* présentent une utilité limitée pris isolément et doivent être intégrés dans un environnement technique standardisé et interopérable permettant leur émission, leur circulation et l'exécution des opérations financières. Ils sont ainsi encodés sur des *blockchains*, lesquelles constituent la première strate de l'architecture et servent de support aux protocoles qui déterminent les règles de fonctionnement et d'organisation des services et opérations financières. Ces différents niveaux d'infrastructure permettent la mise en œuvre opérationnelle de la tokenisation, telle que synthétisée dans le schéma ci-après.



#### □ Une croissance soutenue du marché des actifs tokenisés au niveau mondial

À ce stade le marché des actifs réels tokenisés est encore limité, avec un encours estimé à environ 27 milliards de dollars à l'échelle mondiale en mai 2026, si on exclut les *stablecoins* qui totalisent à eux seuls 306 milliards de dollars d'encours. Ce niveau doit toutefois être apprécié au regard du caractère encore émergent de cette innovation : l'encours a été multiplié par 3 en 2025 et présente un taux de croissance de près de 50 % depuis début 2026. Les estimations indiquent que le marché pourrait atteindre 2 000 milliards de dollars en 2030 voire 18 900 milliards de dollars, *stablecoins* inclus<sup>81</sup>.

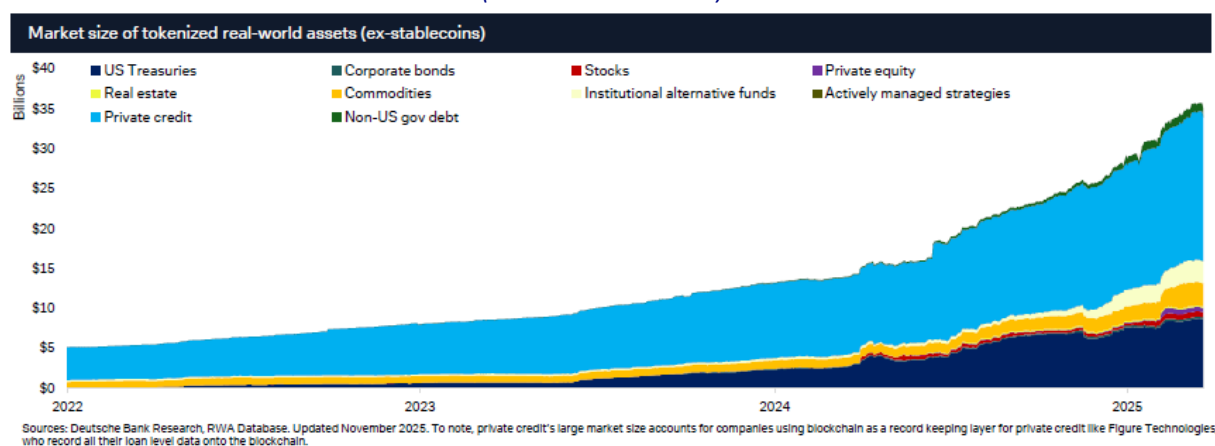
À l'heure actuelle, le crédit privé et les *Treasuries* constituent les catégories d'actifs les plus tokenisées, représentant respectivement 41 % et 26 % du marché des actifs réels tokenisés à fin mai 2026. Cette prédominance s'explique par le fait que pour le crédit privé, la *blockchain* est utilisée comme infrastructure d'enregistrement des données. Les *Treasuries* sont quant à eux fréquemment utilisés comme collatéral dans différents protocoles

<sup>81</sup> Voir les publications du [Deutsche Bank Research Institute](#) et du [Boston Consulting Group](#)

(activité de prêts, *repo*, ...). Ils sont par ailleurs très largement détenus par les fonds monétaires tokenisés qui se développent fortement notamment aux Etats-Unis. Les matières premières, comptent également parmi les actifs les plus tokenisés, en particulier l'or (6 % du marchés des actifs réels tokenisés). La tokenisation permet une fractionnalisation de l'exposition tout en limitant les contraintes liées à leur détention physique (transport, stockage et conservation).

La part des actions tokenisées demeure limitée, mais pourrait connaître un essor significatif. Le principal dépositaire central américain, DTC (Depository Trust Company), a obtenu de la SEC une lettre de non-intervention (« *no-action letter* »)<sup>82</sup> l'autorisant à développer une offre de services fondée sur la tokenisation. Pendant une période de trois ans, DTC pourra émettre des jetons numériques représentant des titres financiers qu'elle conserve. L'infrastructure reposera sur plusieurs *blockchains*, permettant aux clients de bénéficier des avantages de la tokenisation tout en conservant les mécanismes de conservation, de contrôle et de protection des investisseurs propres aux infrastructures de marché traditionnelles.

**Graphique 68 : Valeur des actifs réels tokenisés**  
(en milliard de dollars)



Source : RWA

#### □ Des initiatives qui se multiplient en France

La France figure parmi les juridictions européennes les plus actives dans l'expérimentation de la tokenisation, avec des projets couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur. La plupart des grands établissements bancaires français ont déjà réalisé des émissions obligataires tokenisées en placement privé avec notamment dès fin 2024 l'émission par la Caisse des dépôts et consignation (CDC) de 100 M€ de *digitally native bonds* en droit français, émises via l'infrastructure "D-FMI" opérée par Euroclear.

La gestion d'actifs constitue aujourd'hui l'un des segments les plus dynamiques de la tokenisation. La start-up Spiko a lancé plusieurs fonds monétaires tokenisés (agrées par l'AMF) dont les parts sont émises sur *blockchain*, pour un encours total des fonds supérieurs à 1 Md\$ à ce jour. Plusieurs acteurs majeurs de la gestion d'actifs se positionnent également. Ces initiatives, toutes menées sur le segment des fonds monétaires, visent notamment à expérimenter de nouveaux modèles de distribution et de règlement des fonds.

La France accueille également plusieurs projets structurants visant à développer des infrastructures de marché tokenisées. L'AMF a accompagné depuis plusieurs années le projet LISE (Lightning Stock Exchange), première

<sup>82</sup> SEC, [Tokenization trending: Statement on the Division of Trading and Market's No-Action Letter Related to DTC's Development of Securities Tokenization Services](#), le 11 décembre 2025.

La lettre de non-intervention (*no-action letter*) implique que la SEC ne s'oppose au développement du projet proposé par DTC.

bourse dédiée aux PME et ETI en Europe reposant sur la tokenisation d'actifs, et agréée par l'AMF et l'ACPR en 2025 au titre du Régime Pilote. La première IPO sur cette infrastructure a eu lieu en avril 2026. Euroclear développe également le projet Pythagore, visant à tokeniser le marché des NEU CP (titres de créance court terme). Ce projet explore notamment l'émission de titres de créance sur *blockchain* et l'automatisation de certaines opérations post-marché et repose sur le projet PONTES de monnaie numérique de banque centrale porté par l'Eurosystème.

### 2.6.1. Défis liés au développement de la tokenisation

Bien que connaissant une croissance importante, le recours à la tokenisation reste très limité. De nombreux obstacles limitent la progression du processus.

#### □ Intégration limitée : le frein de l'interopérabilité des protocoles

Le potentiel de la tokenisation réside dans sa capacité à réduire les barrières d'accès aux marchés financiers, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Toutefois, malgré son essor, l'écosystème reste fortement fragmenté : les plateformes fonctionnent souvent en silos, avec des actifs et protocoles peu compatibles entre eux. Cette limite renvoie à l'enjeu central de l'interopérabilité.

Pour communiquer, les plateformes recourent aujourd'hui à des *bridges*, des passerelles permettant de transférer informations et actifs entre *blockchains*. Ces solutions restent cependant complexes, peu standardisées et construites de manière bilatérale. Les *bridges* peuvent aussi être le point d'entrée de cyberattaque menant à corrompre le fonctionnement des plateformes (voir plus bas).

Afin de répondre à ces difficultés, l'Eurosystème a lancé l'initiative Appia, qui vise à développer d'ici 2028<sup>83</sup> une infrastructure financière numérique commune. Le projet ambitionne de créer un ou plusieurs réseaux interconnectés permettant aux différentes plateformes de communiquer plus efficacement, tout en recherchant un équilibre entre intégration et limitation des risques de fragmentation.

#### □ les *stablecoins* : un enjeu de souveraineté

Les *stablecoins* occupent un rôle central dans le développement de la tokenisation en tant que principale contrepartie des échanges des actifs numériques. L'accélération récente des projets de tokenisation, notamment en 2025, peut être liée à l'évolution du cadre réglementaire américain, avec la promulgation du *Genius Act*<sup>84</sup> qui encadre les *stablecoins* de paiement, ce qui favorise le développement des protocoles d'échange et l'élargissement de l'offre de titres tokenisés.

En Europe, le règlement MiCA définit déjà les jetons de monnaie électronique (*electronic money tokens*, EMT) et les jetons se référant à un ou plusieurs actifs (*asset referenced tokens*, ART). Cependant, les règlements s'opèrent majoritairement dans des *stablecoins* en dollars émis par des acteurs non-européens et ne relevant pas d'une banque centrale.

Pour accompagner le développement de la tokenisation, l'Eurosystème a lancé le projet Pontes visant à relier les infrastructures DLT au system TARGET afin de permettre le règlement en monnaie banque centrale.

#### □ Un cadre réglementaire fragmenté

Il n'existe pas de cadre réglementaire unique dédié à la tokenisation des actifs financiers. Les services et actifs digitaux concernés s'inscrivent dans des dispositifs existants. Ainsi, les *stablecoins* de type EMT et ART sont encadrés par le règlement MiCA, tandis que les actifs financiers tokenisés relèvent principalement de la directive MiFID 2 pour les valeurs mobilières et les produits dérivés. D'autres textes, notamment ceux applicables aux fonds d'investissement, peuvent également s'appliquer.

Afin d'identifier les obstacles réglementaires et coordonner l'action des autorités publiques, l'AMF, la Banque de France et la Direction générale du Trésor ont lancé début 2026 un groupe stratégique de place dédié à l'innovation et à la tokenisation de la finance. Celui-ci a également pour objectif d'identifier les risques que ferait peser une adoption trop lente de ces technologies sur la compétitivité de la place financière européenne, voire pour la

<sup>83</sup> BCE, [Appia – paving the way for a future-ready, integrated financial ecosystem leveraging tokenisation and DLT](#)

<sup>84</sup> [Genius Act](#), le 18 juillet 2025.

souveraineté financière de l'UE. Le groupe devrait accompagner la mise à disposition à l'automne 2026 d'une monnaie numérique de banque centrale interbancaire, dite de « gros », en euro, par les banques centrales de l'Eurosystème. Un rapport sera publié courant été 2026.

### 2.6.2. Vulnérabilité de la technologie

Comme toute activité financière, la tokenisation présente des risques. Bien que non spécifiques à la DLT, ceux-ci peuvent y être amplifiés. Les initiatives, publiques, internationales (le FSB<sup>85</sup>, l'OCDE<sup>86</sup>) ou privées (CFA Institute<sup>87</sup>), convergent vers une typologie commune couvrant les risques de liquidité, de levier, de transparence et qualité des jetons, d'interdépendance des plateformes ainsi que des risques opérationnels.

#### □ Risques de liquidité

La tokenisation génère un risque de liquidité inhérent à son fonctionnement. La valeur des jetons générés dépend de la valeur de l'actif de référence et doit théoriquement rester alignée, pour assurer sa crédibilité et son bon fonctionnement. Toutefois, les modalités de fonctionnement des plateformes et des *smart contracts* peuvent entraîner des divergences de prix entre les marchés *on-chain* et *off chain*.

Ces écarts peuvent d'abord provenir de différences structurelles avec la finance traditionnelle (horaires d'ouverture, modalités de règlement-livraison en temps réel contre T+1/T+2), susceptibles de créer des arbitrages et, en cas de désalignement persistant, une moindre capacité des plateformes les moins liquides à intégrer l'information de marché. Le recours aux oracles, qui introduisent des données *off-chain* dans les protocoles, peut également générer des écarts de valorisation avec les actifs de référence.

Par ailleurs, la programmabilité et la composabilité des *smart contracts* peuvent accentuer les tensions de liquidité : les mécanismes automatisés peuvent contraindre les ventes d'actifs sous-jacents à partir de cessions de jetons, parfois à des niveaux de liquidité différents, alimentant un risque de spirale de ventes ou de *run* entre marchés *on-chain* et *off-chain*. Le FSB<sup>88</sup> souligne que des initiatives émergent afin de viser à limiter ces déséquilibres et éviter qu'un jeton ne soit plus liquide que son actif de référence.

Enfin, des écarts peuvent découler de la nature des émetteurs qui ne sont pas toujours des institutions financières traditionnelles et peuvent, en l'absence de contrôles harmonisés, introduire des fonctionnalités spécifiques aux jetons par rapports aux actifs réels sous-jacents. Ce risque est particulièrement marqué lorsque le jeton est créé par un émetteur tiers. C'est notamment le cas des actions tokenisées, pour lesquelles certains droits (vote) et/ou obligations (éligibilité aux dividendes ou autres opérations sur titres) peuvent ne pas être intégrés au jeton. Celui-ci ne reflète alors pas pleinement la valeur de l'actif sous-jacent. De plus, ces limitations peuvent ne pas être clairement visibles pour un investisseur non averti.

#### □ Les risques de levier augmentés par la ré-hypothécatation des collatéraux

Les leviers peuvent être amplifiés sur les infrastructures DLT par des mécanismes de réutilisation (« ré-hypothécatation ») des actifs tokenisés. Celle-ci consiste à réutiliser des collatéraux reçus en garantie pour de nouvelles positions. Plus largement, tout actif déposé peut être réutilisé dans d'autres protocoles, par exemple via l'emprunt de jetons depuis un protocole de prêt, puis la réutilisation de ces jetons pour d'autres emprunt ou des jetons proches de dérivés. En l'absence de limite réglementaire sur la « re-collatéralisation » multiple des actifs, ces pratiques peuvent accroître le levier global et favoriser des chaînes de contagion entre protocoles, voire avec la finance traditionnelle.

<sup>85</sup> BOARD, Financial Stability. [The financial stability implications of tokenisation](#). *Financial Stability Board, Tech. Rep*, 2024, vol. 10.

<sup>86</sup> OECD (2025), "Tokenisation of assets and distributed ledger technologies in financial markets: Potential impediments to market development and policy implications", *OECD Business and Finance Policy Papers*, No. 75, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/40e7f217-en>.

<sup>87</sup> Soni, U., Fines, O. & Sun, J., (Jan. 2025), CFA Institute, An investment Perspective on Tokenization, Research & Policy Center, [doi.org/10.56227/25.1.9](https://doi.org/10.56227/25.1.9)

<sup>88</sup> Board, F. S. (2024). The financial stability implications of tokenisation. *Financial Stability Board, Tech. Rep*, 10.

À l'inverse, en Europe, sur les échanges traditionnels, le recours à la ré-hypothécatation et à la réutilisation des dépôts est très encadré<sup>89</sup>. La réutilisation des actifs clients n'est possible qu'avec leur consentement explicite et éclairé (OPCVM, article 22(7) ; AIFM, articles 14(3), 15(4) et 21(10)). Le droit d'utilisation des marges et contributions aux fonds de défaillance des CCP est encadré par EMIR (article 39(8)). La directive MIF 2 (article 16(10)) impose une autorisation préalable pour l'utilisation des instruments financiers des clients, tandis que le règlement SFTR (article 15) encadre la réutilisation des collatéraux dans les opérations de financement sur titres.

#### □ Une opacité accrue des transactions

La transparence est plus faible sur les plateformes DLT que dans le système financier traditionnel, en particulier sur les *blockchains* dites « non-permissionnées », où tout utilisateur peut participer aux échanges. Sur ces protocoles, les investisseurs sont identifiés par des adresses cryptographiques pseudonymes, sans lien direct avec leur identité réelle. Cette absence d'identification empêche le suivi du risque au niveau individuel, notamment l'exposition au levier.

Cette opacité des échanges peut également nuire aux mécanismes de découverte des prix, en contribuant à leur fragmentation entre marchés *on-chain* et *off-chain*.

#### □ Hausse des risques cyber et opérationnels

Le recours à la tokenisation des vulnérabilités inhérentes à la technologie. Selon le rapport 2025 sur la criminalité liée aux crypto-actifs de Chainalysis, 3,4 milliards de dollars ont été hackés, un montant stable par rapport à 2024. Certes, ces montants concernent l'ensemble des crypto-actifs (les actifs réels tokenisés sont très mineurs), mais les vecteurs d'attaques sont similaires à ceux de l'écosystème de la tokenisation :

- Près de 15 % des hacks interviennent par compromission des portefeuilles digitaux individuels, c'est-à-dire par la corruption des clés cryptographiques permettant de contrôler les jetons détenus ;
- Les « *bridges* » ont été les principales cibles de cyberattaques en 2022, avec 2 milliards de dollars de crypto-actifs détournés par ces protocoles. En 2025, les montants blanchis via le détournement des *bridges* par les hackers en provenance de Corée du Nord a presque doublé ;
- les « oracles », qui intègrent des informations exogènes aux protocoles de la DLT sont les seules opérations non automatisées menant une intervention humaine, ce qui en fait des points de vigilance opérationnels pour éviter toute manipulation.

#### Encadré 9 : Contrats à termes perpétuels proposés sur des protocoles d'échange décentralisés

Les marchés traditionnels voient l'émergence d'une nouvelle offre venant les concurrencer sur des protocoles décentralisés : les contrats à terme perpétuels (*perpetual futures* en anglais), des instruments financiers qui suivent le prix d'un actif sans en nécessiter la détention, souvent avec un effet de levier.

Les contrats perpétuels, qui existaient déjà sur des sous-jacents cryptos actifs, portent depuis la fin de l'année 2025, et de plus en plus sur des actifs plus traditionnels : actions, indices boursiers et matières premières. Les utilisateurs de ces plateformes peuvent ainsi se positionner sur des valeurs de marchés majeurs dont les indices de référence sont originellement publiés par des entités officielles et régulés.

Ainsi, plusieurs marchés de contrats à terme perpétuels ont émergé, visant notamment à tirer profit de la volatilité au sein des marchés de l'énergie résultant du conflit récent au Moyen-Orient. En particulier, les utilisateurs ont pu parier sur des valeurs comme le pétrole, Brent (référence européenne) ou WTI (référence américaine), qui représentent des marchés majeurs, dont les indices de référence sont originellement publiés par des plateformes d'échange régulées, telles que l'Intercontinental Exchange (ICE) ou le Chicago Mercantile Exchange (CME).

#### □ Risques associés au développement de ces plateformes

##### ➤ Des plateformes et offres non régulées : des risques de levier excessifs

Les contrats perpétuels sont proposés à l'échange sur des protocoles de la DeFi permettent des interventions sous pseudonymat dont l'opacité rend difficile l'identification à la fois des participants et de leur niveau d'exposition. Ce risque est particulièrement présent, notamment en raison du niveau de levier, jusqu'à 20 pour les matières premières sur certaines plateformes, et même jusqu'à 50 pour certains indices boursiers.

<sup>89</sup> Pour plus de détails sur la réutilisation des actifs et la ré-hypothécatation en France : AMF, [La réutilisation des actifs : enjeux réglementaires et économiques](#), novembre 2016.

Ces plateformes sont accessibles aux particuliers qui peuvent y intervenir sans intermédiaires. Or le fonctionnement et le type d'exposition que proposent les contrats perpétuels est similaire à celui des CFD (*contracts for difference*), dont la commercialisation est interdite en France, notamment. En février 2026, l'ESMA a d'ailleurs rappelé aux entreprises d'investissement l'obligation d'évaluer si l'offre de nouveaux produits, en particulier les contrats perpétuels, relève du champ d'application de mesures nationales existantes concernant les CFD<sup>90</sup>.

➤ Des prix de référence opaques dans un fonctionnement 24h/7j

Le contrat perpétuel est réglé toutes les heures via une valeur de règlement permise par l'intervention d'un « oracle » définissant un prix de référence. À la différence des marchés traditionnels cependant, la base opérante de ces marchés sous un format 24/7 permet de continuer de proposer des prix de règlement en dehors des horaires d'opération des plateformes classiques. Ainsi les prix continuent d'être proposés en dehors des horaires d'ouverture des marchés de référence.

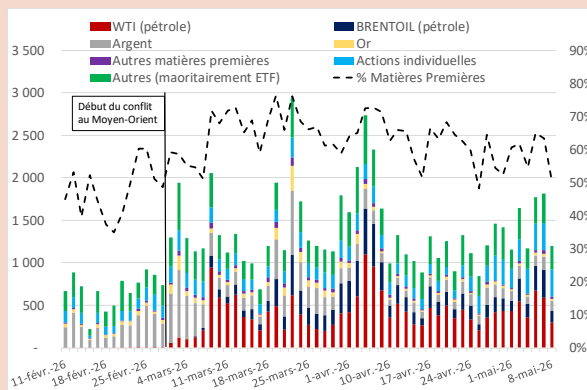
Pour éviter de écarts excessifs, les plateformes proposant des contrats perpétuels peuvent intégrer des coupe-circuits ou contrôles sur les volumes.

➤ Un marché concurrent des marchés traditionnels : exemple sur le marché du Brent

En mars 2026, la plateforme d'échange décentralisée HyperLiquid s'est distinguée par une forte hausse de son activité en lien avec l'éclatement du conflit au Moyen-Orient. La plateforme permet à ses utilisateurs de mener des activités de *trading* 24 heures sur 24, 7 jours sur 7 (24/7).

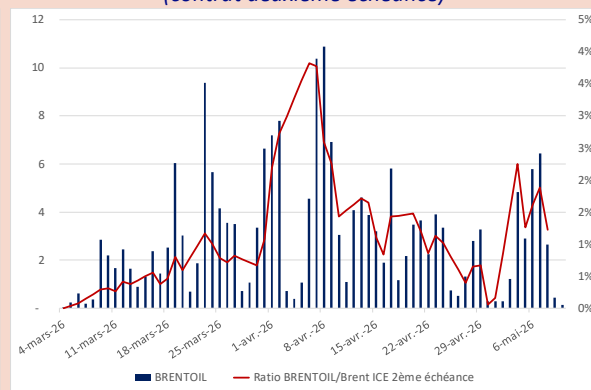
En moyenne au cours du mois de mars, 4,15 millions de lots ont été traités chaque jour sur le contrat perpétuel BRENT OIL sur la plateforme HyperLiquid, du lundi au vendredi, soit environ 1 % du volume traité sur le contrat à terme première échéance (qui fait office de référence) sur le Brent échangé sur ICE. Un volume qui demeure contenu, mais non négligeable pour un produit lancé en 1 mois. Le potentiel de croissance de la plateforme augmente les risques de manipulation de cours : des négociants expérimentés pourrait intervenir sur ces marchés concurrents sous couvert de pseudonymat pour influencer sur les cours des marchés de référence. Bien que l'impact de prix formés durant la nuit ou au cours du week-end sur ceux des marchés de référence semble limité aujourd'hui, le développement accru de ce type d'offre pourrait potentiellement perturber les prix à l'ouverture des marchés classiques proposant des contrats à terme sur un même sous-jacent.

**Graphique 69 : Volume traité sur les actifs réels tokenisés des échanges décentralisés de HyperLiquid<sup>91</sup> (hors crypto-actifs donc), en millions de dollars**



Source : Dune, app.hyperliquid.xyz

**Graphique 70 : Volumes échangés en nombre de barils sur le contrat perpétuel BRENT OIL (en millions de barils) et ratio du nombre de barils échangés sur Hyperliquid et ICE<sup>92</sup> (contrat deuxième échéance)**



Source : app.hyperliquid.xyz, Refinitiv

<sup>90</sup> ESMA, *ESMA reminds firms of their obligations under CFD product intervention measures amid rising offerings of perpetual futures*, le 24 février 2026.

<sup>91</sup> Dreamcash, Markets, hyENA, Ventuals, Felix, Paragon, trade.xyz (c'est sur ce dernier échange que l'essentiel du volume sur les matières premières est traité).

<sup>92</sup> Sur Hyperliquid, 1 lot équivaut à 1 baril, sur ICE, 1 lot équivaut à 1 000 barils. Lors des week-ends, le ratio est BRENT OIL/Brent ICE est une interpolation linéaire.



## **CHAPITRE 3**

### **GESTION D'ACTIFS**

## SYNTHÈSE

À l'échelle mondiale, les encours des fonds d'investissement ont atteint un nouveau record à près de 75 000 milliards d'euros fin 2025, portés par des valorisations en hausse et une collecte dynamique dont les ETF ont été les principaux bénéficiaires.

Les fonds français totalisent environ 2 700 milliards d'euros d'encours, soit un peu plus de 11 % du marché européen.

Sur le marché domestique, toutes les grandes catégories de fonds (fonds monétaires, actions, obligataires et mixtes) ont connu un effet de valorisation positif expliqué par les bonnes performances boursières ainsi que par les baisses des taux directeurs constatées en 2025. Des collectes dynamiques ont été observées pour les fonds obligataires et mixtes, tandis que les fonds monétaires et les fonds actions ont enregistré des décollectes. Les fonds immobiliers, en particulier les SCPI, continuent de faire l'objet d'une vigilance accrue du fait des tensions sur le marché immobilier sous-jacent (prix toujours en baisse et faible volume de transaction) et du nombre élevé de parts en attente de cession.

Au niveau international, l'attention se porte de plus en plus sur le développement et les risques du crédit privé. Si elle se confirme, la crise de confiance que semblent indiquer les vagues de rachats aux États-Unis au premier trimestre 2026 pourrait avoir des répercussions significatives sur le secteur. La dégradation tendancielle de la qualité de crédit des cibles, la sensibilité du secteur aux hausses de taux et la forte exposition au secteur technologique, font peser des risques substantiels sur ce secteur. L'absence de définition stabilisée, et le caractère parcellaire de l'information à disposition (imprécision des indicateurs d'activité et de risque, à commencer par les montants d'encours gérés), entretiennent le sentiment d'opacité. L'évaluation des risques – par exemple des risques de crédit, de liquidité, de valorisation des actifs, de levier, ainsi que des risques pour l'intégrité des marchés – apparaît indispensable. Elle est nécessaire pour assurer une protection adaptée des investisseurs particuliers, et prévenir les éventuels impacts, à ce stade non avérés, sur la stabilité financière, alors que les interconnexions entre le crédit privé et les autres secteurs du système financier, en particulier les secteurs bancaire et assurantiel, se sont sensiblement renforcées.

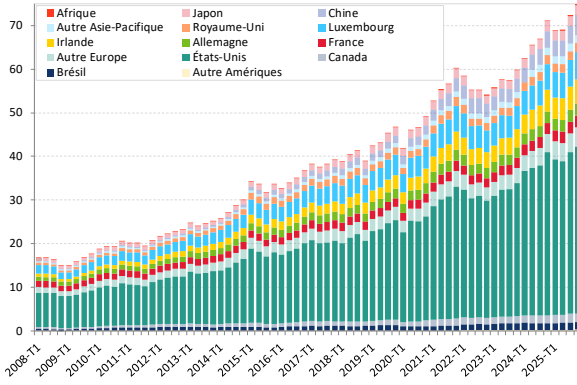
### 3.1. BILAN DE L'ANNÉE 2025 POUR LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE

#### 3.1.1 L'encours de la gestion collective atteint en 2025 un nouveau record historique

Avec une hausse d'environ 5 % en 2025 (soit +3 742 milliards d'euros), l'actif net des fonds ouverts mondiaux (hors fonds de fonds) se rapproche des 75 000 milliards d'euros selon l'*European Fund and Asset Management Association* (EFAMA). L'accroissement des encours est cependant bien moindre que les près de 19 % enregistrés en 2024 grâce à une collecte dynamique et surtout à une très bonne performance de marché. En 2025, ce sont essentiellement les flux de collecte qui ont contribué au développement du secteur (+3 118 milliards d'euros), alors que l'effet de marché, affecté par le contexte géopolitique très incertain, a joué un rôle plus limité. En termes géographiques, c'est en Chine que les encours ont connu leur plus forte croissance, tant en volume qu'en pourcentage (+732 milliards d'euros, soit 19 % de l'actif net fin 2024). Avec environ 688 milliards d'euros d'augmentation des encours, les fonds domiciliés aux États-Unis se classent en deuxième position. Le poids des fonds domiciliés aux États-Unis recule ainsi légèrement, passant d'environ 53 % des encours globaux fin 2024, à 51 % fin 2025.

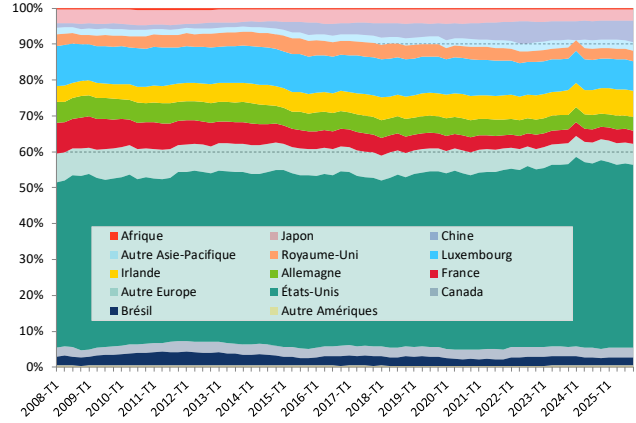
**Graphiques 71 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale (hors fonds de fonds), par grande juridiction de domiciliation des fonds**

Graphique 71.1 : 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 2025-T4.

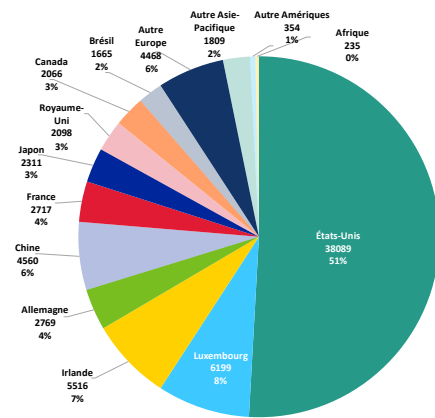
Graphique 71.2 : Évolution du poids de l'actif net de chaque grande juridiction de domiciliation des fonds (en pourcentage du total)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2025-T4.

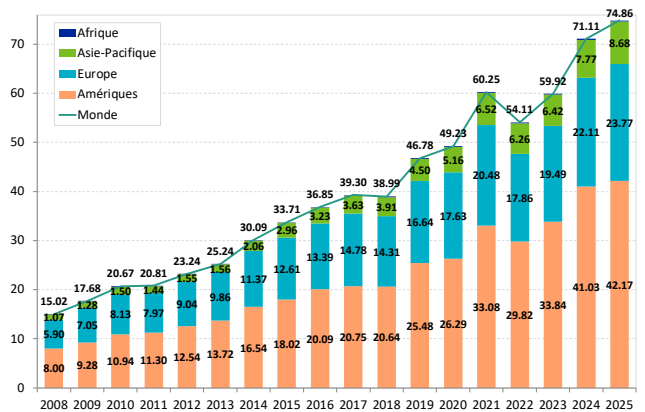
**Graphiques 72 : La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée**

Graphique 72.1 : Répartition des encours au T4-2025 (en milliards d'euros et en pourcentage)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2025-T4.

Graphique 72.2 : Évolution par grandes régions de domiciliation des fonds (en milliers de milliards d'euros)



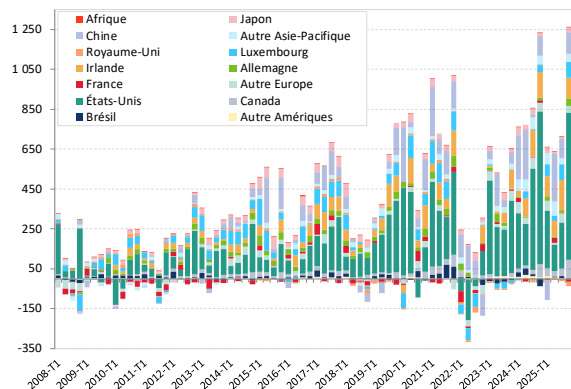
Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2025-T4.

**3.1.2 La collecte mondiale enregistre un pic au quatrième trimestre 2025**

Pour la troisième fois de l'histoire, en 2025 la collecte nette annuelle a dépassé les 3 000 milliards d'euros, mais elle reste inférieure au record de 2024 (3 549 milliards d'euros en 2025 contre 3 549 milliards d'euros en 2024). Près de 40 % des flux de collecte ont été observés sur le quatrième trimestre, avec un très fort dynamisme des fonds monétaires et obligataires. Ces derniers représentent 60 % de la collecte mondiale sur le trimestre et 74 % sur l'année. Sur 14 pays ou zones géographiques considérés et pour la deuxième année consécutive, seul le Royaume-Uni a enregistré davantage de rachats que de souscriptions. Les flux de souscription sur les fonds domiciliés aux États-Unis ont été particulièrement élevés (ils ont capté près de 45 % de la collecte mondiale). Les fonds domiciliés dans l'Espace économique européen enregistrent une collecte nette de 838 milliards d'euros en 2025, dépassant ainsi le précédent record de 2021 (790 milliards d'euros). À l'inverse, avec 343 milliards d'euros, la collecte des fonds domiciliés en Chine est inférieure à celle de 2024 (582 milliards d'euros).

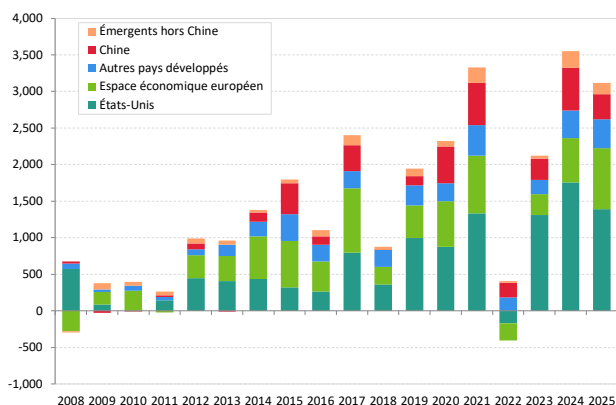
**Graphiques 73 : Évolution des flux nets de souscription-rachat**

Graphique 73.1 : Évolution trimestrielle des flux nets de souscription-rachat par pays (en milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2025-T4.

Graphique 73.2 : Évolution annuelle des flux nets de souscription-rachat par zone de domiciliation (en milliers de milliards d'euros)



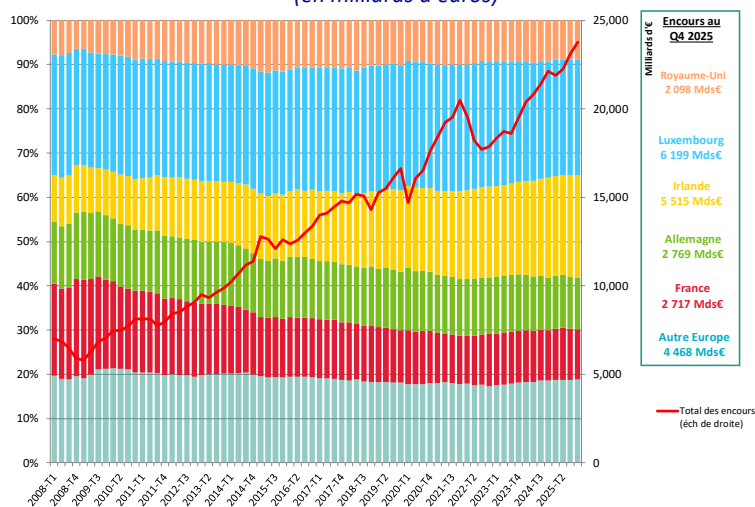
Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2025-T4.

**3.1.3 Répartition du marché en Europe**

**Les encours de la gestion collective européenne poursuivent leur hausse en 2025**

Avec 23 766 milliards d'euros d'actifs sous gestion fin 2025, les fonds européens ont vu leur encours augmenter de 1 658 milliards d'euros sur l'année (+7,5 %). Cette évolution s'explique d'une manière équilibrée par l'effet de marché (qui représente 48 % de cette hausse) et la collecte nette (qui contribue à hauteur de 52 %). Parmi les juridictions européennes, les fonds domiciliés en Irlande ont continué d'afficher en 2025 la plus forte hausse des encours, tant en montant qu'en taux de croissance (environ 533 milliards d'euros, soit environ +10,5 %). L'Irlande accroît ainsi son poids dans le marché. Les fonds domiciliés dans cette juridiction représentent désormais 23,2 % des encours européens contre 22,6 % fin 2023. Les fonds luxembourgeois se maintiennent cependant à la première place (6 199 milliards d'euros d'encours, soit 26,1 % des actifs sous gestion européens, un poids stable par rapport à l'année passée). Le fort taux de croissance des encours des fonds domiciliés en France (8,6 %, juste derrière l'Irlande) contribue à une diminution de l'écart entre les fonds domiciliés en Allemagne et ceux domiciliés en France : fin 2025, seuls 52 milliards d'euros séparent les deux juridictions, contre 122 milliards fin 2024. La France occupe donc toujours la 4<sup>e</sup> place avec 2 717 milliards d'euros d'encours (11,4 % des encours européens), devant le Royaume-Uni (8,8 % des encours européens).

**Graphique 74 : 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 2025-T4.

### 3.2. 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 dans les éditions précédentes, les séries agrégées de la Banque de France (données à fréquences mensuelle et annuelle) sont utilisées pour la vision historique longue des graphiques. *A contrario*, les données granulaires de supervision reportées à l'AMF permettent de fournir une vision détaillée sur les tendances de l'année en cours.

#### 3.2.1. Fonds monétaires : les encours enregistrent en 2025 leur première baisse depuis 2022

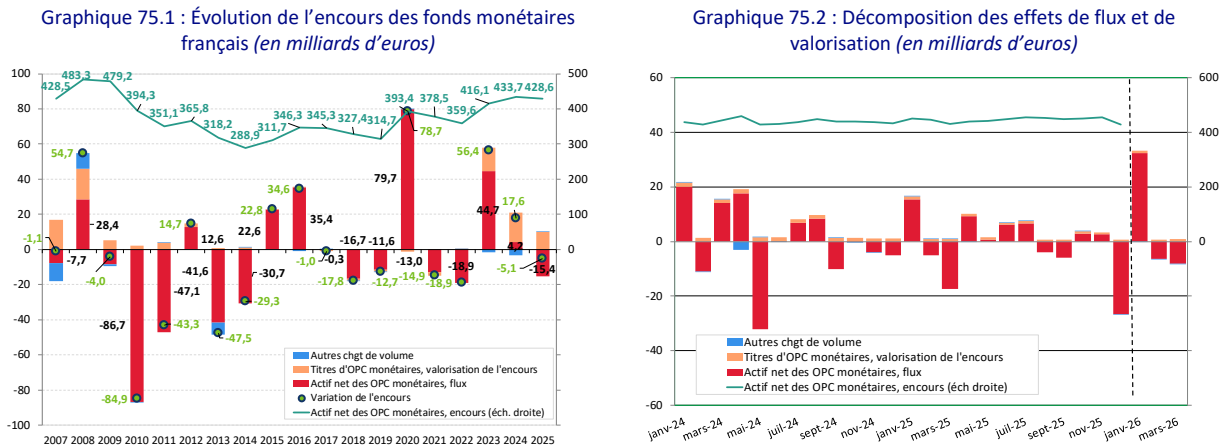
Après deux années de hausse, les encours des fonds monétaires français (en anglais *Money Market Funds*, ou MMF) accusent une légère baisse en 2025 pour s'établir à 428 milliards d'euros en décembre (-5,1 milliards d'euros au cours de l'année, soit -2,2 % par rapport à fin 2024).

La baisse des taux directeurs, initiée en 2024, s'est poursuivie en 2025 avec quatre nouvelles baisses. Cependant, les rendements court terme restent plus élevés qu'avant 2022, ce qui permet aux fonds monétaires d'enregistrer des effets de valorisation positifs (+10,1 milliards d'euros). Ces effets sont contrebalancés par des décollectes importantes (-15,4 milliards d'euros), la combinaison de ces deux éléments expliquant donc la baisse des encours enregistrée en 2025.

Le traditionnel cycle trimestriel de souscriptions/rachats est très marqué en 2025. Les flux cumulés de fin de trimestre atteignent environ -44,1 milliards d'euros en 2025 (les mois de mars et de décembre 2025 concentrant l'essentiel de ces décollectes).

L'effet de valorisation reste positif sur les trois premiers mois de l'année 2026 (Graphique 5.2). Ainsi, au premier trimestre 2026, il se situe à environ 2,4 milliards d'euros, en baisse par rapport à la même période l'année passée (4,3 milliards d'euros). Après avoir enregistré des souscriptions importantes en janvier 2026 (32,4 milliards d'euros), les deux mois qui ont suivi ont été caractérisés par des décollectes (se situant cependant à des niveaux moins élevés).

#### Graphiques 75 : 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 2024 et fin mars 2026. La droite en pointillé marque la fin d'année 2025. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2026 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 France, le marché des fonds monétaires est composé quasi-exclusivement<sup>93</sup> de fonds à valeur liquidative variable (*variable net asset value* ou VNAV). Le règlement MMF<sup>94</sup> distingue les VNAV court-terme des VNAV

<sup>93</sup> Deux fonds à valeur liquidative à faible volatilité (*low volatility net asset value* ou LVNAV) ont été autorisés en France au cours de l'année 2025. Ils représentent un encours cumulé de 1,5 milliards d'euros au 31/12/2025. Aucun fonds à valeur liquidative constante (*constant net asset value* ou CNAV) n'est domicilié en France.

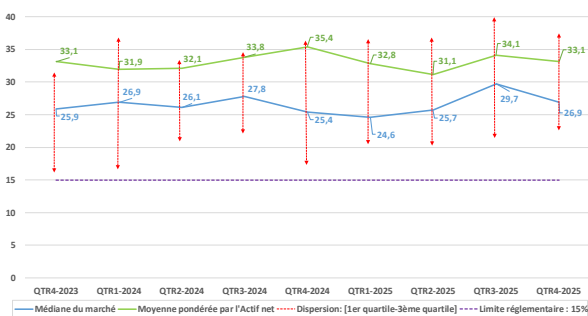
<sup>94</sup> Règlement (UE) 2017/1131 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 sur les fonds monétaires.

standards, ces derniers étant autorisés à investir dans des titres de maturité plus longue. Les VNAV standards sont majoritaires et représentent 78,3 % des encours fin 2025<sup>95</sup>.

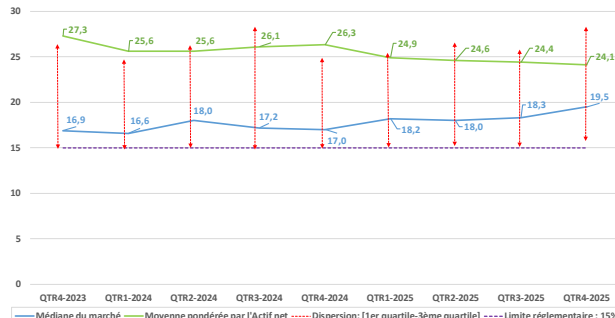
En vertu du règlement MMF, les fonds monétaires doivent maintenir en permanence des coussins de liquidité hebdomadaires (WLA, pour *weekly liquid assets*) et quotidiens (DLA, pour *daily liquid assets*) minimaux. Les Graphiques 76 montrent l'évolution trimestrielle de la moyenne, pondérée par l'actif net, des WLA des fonds monétaires ainsi que l'évolution de la médiane et de la dispersion de ces coussins. Le WLA des fonds monétaires court terme a baissé entre fin 2024 et fin 2025 (moyenne pondérée à 33,1 % contre 35,4 % un an plus tôt). Les fonds monétaires standards suivent la même tendance : le WLA de ces fonds passe de 26,3 % fin 2024 à 24,1 % fin 2025. Cependant, malgré ces niveaux en baisse, il est important de mentionner que ces coussins de liquidité se situent bien au-dessus des seuils réglementaires (fixés à 15 %). De plus, dans le prolongement des constats des dernières années, les plus grands fonds monétaires disposent de coussins de liquidité hebdomadaire plus importants (la moyenne pondérée est systématiquement supérieure à la médiane).

### Graphiques 76 : Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire

Graphique 76.1 : Évolution des coussins hebdomadaires pour les MMF de court terme (en % de l'actif)



Graphique 76.2 : Évolution des coussins hebdomadaires pour les MMF standards (en % de l'actif)



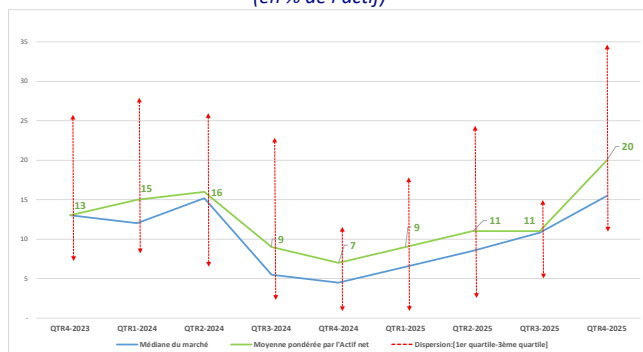
Source : AMF, données MMFR.

En 2025, tant les fonds monétaires court terme que les fonds monétaires standards ont procédé à un allongement de la maturité de leurs portefeuilles. Les Graphiques 77 présentent l'évolution de la maturité moyenne pondérée des portefeuilles des fonds (*weighted average maturity*, ou WAM). Cet indicateur mesure la sensibilité de la valorisation d'un fonds monétaire aux variations des taux du marché monétaire.

Les quatre baisses de taux opérées par la BCE en 2025 expliquent l'évolution de la structure du portefeuille des MMF : afin de retrouver un niveau plus intéressant de rentabilité, les fonds monétaires investissent dans des titres de plus longue maturité.

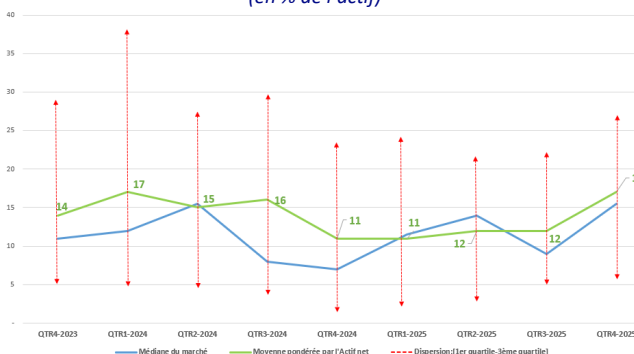
### Graphiques 77 : Évolution de la *weighted average maturity* (WAM)

Graphique 77.1 : Évolution de la WAM pour les MMF de court terme (en % de l'actif)



Source : AMF, données MMFR.

Graphique 77.2 : Évolution de la WAM pour les MMF standards (en % de l'actif)



<sup>95</sup> Voir AMF (2026). [Indicateurs sur le marché des fonds monétaires français entre le 31 décembre 2023 et le 31 décembre 2025.](#)

**Encadré 10 : Évolutions réglementaires pour les fonds monétaires**

À la suite des épisodes de fortes tensions observés sur le marché des fonds monétaires lors de la crise sanitaire liée à la COVID-19, plusieurs institutions internationales et européennes<sup>96</sup> ont formulé des recommandations visant à accroître la résilience de ces fonds. Bien que ces travaux aient mis en avant l'intérêt d'un renforcement des exigences de liquidité et d'une amélioration de la capacité des fonds à absorber les chocs de rachats en période de stress, la Commission européenne a considéré qu'une révision du cadre régissant le fonctionnement des MMF européens ([règlement 2017/1131 sur les fonds monétaires – MMFR](#)) n'était pas nécessaire à ce stade. Dans le cadre du réexamen prévu à l'article 46 de MMFR, la Commission était en effet tenue d'évaluer, avant le 21 juillet 2022, « si le présent règlement [était] approprié d'un point de vue à la fois prudentiel et économique ». À l'issue de cette évaluation dont les conclusions ont été publiées en 2023<sup>97</sup>, la Commission a estimé que le cadre réglementaire applicable aux fonds monétaires avait démontré son efficacité et n'a, en conséquence, pas proposé de modification du texte. Pour autant, l'ESRB n'a pas partagé l'opinion de la Commission et a conclu en 2025 à une non-conformité matérielle de la Commission avec ses recommandations du 2 décembre 2021<sup>98</sup>.

Sans modifier le règlement MMFR, la Commission européenne a retenu une approche graduelle visant à se conformer à certaines recommandations issues des travaux européens et internationaux. Cette approche permettra en outre aux fonds monétaires européens de bénéficier d'une équivalence avec le futur cadre britannique<sup>99</sup>. Pour rappel, lors d'une consultation menée en 2023<sup>100</sup>, la *Financial Conduct Authority* (FCA), en collaboration avec la Banque d'Angleterre, avait notamment proposé une forte augmentation des niveaux minimaux des coussins de liquidité journaliers et hebdomadaires. Toutefois, le marché britannique des MMF est en pratique très restreint et la majeure partie des MMF en livres sterling est domiciliée dans l'Union européenne (Irlande et Luxembourg). Les coussins de liquidité hebdomadaire sont au cœur du schéma proposé par la Commission.

La Commission européenne a publié le 11 mai 2026 une mise à jour du rapport 2023<sup>101</sup> et des questions-réponses concernant l'utilisation des outils de gestion de la liquidité. Le rapport de 2026 met en évidence que les coussins de liquidité des MMF sont structurellement supérieurs de plusieurs points de pourcentage aux seuils réglementaires. À titre indicatif, le niveau de WLA des VNAV est d'environ 29 % en moyenne (pour un minimum réglementaire de 15 %), tandis que les MMF à valeur liquidative constante (CNAV) et les MMF à valeur liquidative à faible volatilité (LVNAV) affichent des niveaux de WLA d'environ 54 % (pour des seuils minimaux à 30 %). Néanmoins, pour renforcer la résilience des MMF en cas de crise, le rapport de 2026 souligne que les MMF devraient maintenir des niveaux de WLA supérieurs aux seuils réglementaires et introduit à cette fin des niveaux de résilience du marché (*market resilience levels*) se situant à 20 % pour les VNAV et à 40 % pour les CNAV et LVNAV<sup>102</sup>.

En ce qui concerne les questions-réponses<sup>103</sup>, elles précisent qu'en cas de non-respect des seuils minimum de liquidité hebdomadaire par les CNAV et les LVNAV, l'activation des mécanismes de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, ou LMT) – frais de liquidité (*fees*) ou mécanismes de plafonnement des rachats (*gates*) – a vocation à rester exceptionnelle, y compris en cas de crise. Pour rappel, MMFR prévoit qu'en cas de violation des ratios de WLA pour un CNAV ou un LVNAV, le gérant doit étudier la possibilité d'activer les LMT, sans qu'il s'agisse là d'une contrainte sur la décision effective de leur activation. Par la publication de ces questions-réponses, la Commission clarifie donc l'absence de lien automatique entre la WLA et LMT, ce qui permet de diminuer l'impression de prime au premier sortant.

Le 8 juin 2026, les autorités nationales compétentes des trois pays les plus importants en termes de domiciliation des fonds monétaires (à savoir la France, le Luxembourg et l'Irlande), ont lancé une consultation publique<sup>104</sup> portant sur une recommandation nationale qui vise à clarifier leurs attentes concernant les niveaux de liquidité des MMF. Ce projet de recommandation (dont le contenu est harmonisé entre les trois juridictions), précise que les MMF devront maintenir les niveaux de résilience du marché (*market resilience levels*) identifiés par la Commission. En cas de franchissement prolongé et/ou répété de ces seuils, les régulateurs attendent des gérants qu'ils fassent preuve d'une « vigilance renforcée » du risque de liquidité pour les MMF concernés (notamment en recourant à une remontée hiérarchique rapide et à des processus décisionnels renforcés). Lorsqu'un fonds monétaire passera en dessous des niveaux de résilience du marché pendant une période supérieure à 10 jours ouvrables ou lorsque le gestionnaire prévoira un écart prolongé et/ou substantiel, l'autorité nationale compétente devra être informée. Cette notification sera accompagnée des explications et justifications (par exemple avec des résultats de stress tests). En cas de notification (ou bien suite à l'identification des fonds à risque sur la base de travaux de surveillance), l'autorité nationale compétente mettra en place un suivi renforcé des fonds et des gestionnaires concernés. La FCA a également communiqué son intention de demander aux MMF domiciliés au Royaume-Uni le maintien des niveaux de liquidité hebdomadaires de 20 % pour les VNAV, et de 40 % pour les CNAV et LVNAV<sup>105</sup>.

<sup>96</sup> Voir par exemple les recommandations émises par le [Conseil de stabilité financière \(CSF/FSB\)](#), le [Conseil européen du risque systémique \(CERS/ESRB\)](#) ou par l'[ESMA](#).

<sup>97</sup> 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](#). Voir

### 3.2.2. Fonds obligataires : la hausse des encours continue en 2025 grâce à une collecte élevée, mais moins importante qu'en 2024

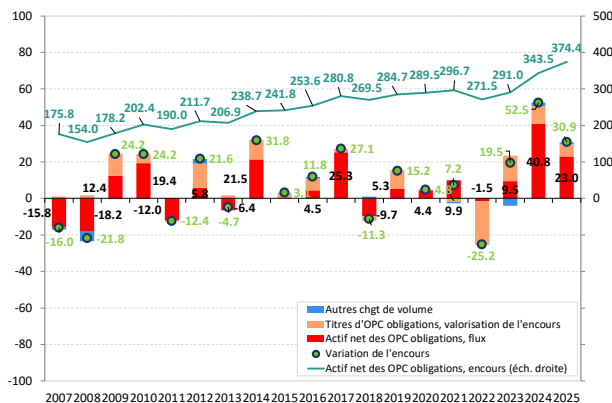
L'augmentation de l'encours des fonds obligataires français se poursuit en 2025 (+30,9 milliards d'euros), mais à un rythme moins élevé qu'en 2024 (où elle avait atteint +52,5 milliards d'euros). Fin 2025, les fonds obligataires cumulaient ainsi environ 374 milliards d'euros d'actif net.

Comme l'année passée, cette hausse s'explique largement (à hauteur de 75 %) par des fortes collectes. Cependant, le niveau des collectes est en baisse par rapport à celui de 2024 (+23,1 milliards d'euros en 2025, contre un record historique de 40,8 milliards d'euros en 2024). Les baisses de taux directeurs européens ont eu un effet positif sur la valorisation des fonds obligataires<sup>106</sup> (+6,7 milliards d'euros en 2025).

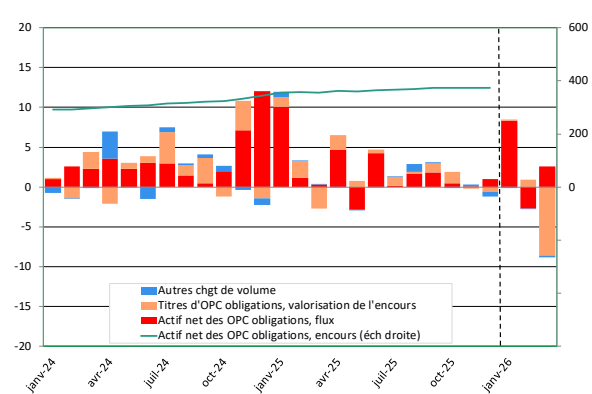
8,2 milliards d'euros de souscriptions ont été enregistrés au cours du premier trimestre de l'année 2026 (Graphiques 78.2), avec une forte concentration de la collecte sur le mois de janvier. En mars 2026, un fort effet de valorisation négatif (-8,6 milliards d'euros) s'accompagne de flux entrants.

#### Graphiques 78 : Évolution des fonds obligataires français

Graphique 78.1 : Évolution de l'encours des fonds obligataires français (en milliards d'euros)



Graphique 78.2 : 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 2024 et fin mars 2026. La droite en pointillé marque la fin d'année 2025. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2026 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.

également l'encadré 9 de la [Cartographie des marchés et des risques 2024](#) pour un détail des réponses de la Commission européenne aux principales propositions de réforme des MMF.

<sup>98</sup> European Systemic Risk Board (2025). [Compliance report. Recommendation of the European Systemic Risk Board of 2 December 2021 on reform of money market funds \(ESRB/2021/9\)](#).

<sup>99</sup> Ceci est très important pour les MMF domiciliés en Irlande et au Luxembourg. En effet, plus de 90 % des encours des MMF libellés en GBP (principalement des LVNAV) sont domiciliés dans ces deux juridictions.

<sup>100</sup> FCA (2023). [Consultation Paper CP23/28 – Updating the regime for Money Market Funds](#).

<sup>101</sup> 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](#).

<sup>102</sup> Les cousins de liquidité quotidiens ne sont pas concernés par ces changements.

<sup>103</sup> Cette FAQ a été publiée le 11 mai 2026. [Commission notice on the interpretation and implementation of certain legal provisions of the Money Market Funds Regulation](#).

<sup>104</sup> AMF (2026). [Consultation publique sur un projet de recommandation concernant la liquidité des fonds monétaires](#).

<sup>105</sup> FCA (2026). [FCA update on reforms to the UK Money Market Fund Regulation](#).

<sup>106</sup> En effet, lorsque les taux d'intérêt de marché baissent, la valeur des obligations déjà émises (à un taux fixe plus élevé) augmente.

### 3.2.3. Fonds actions : les encours atteignent en 2025 un niveau record

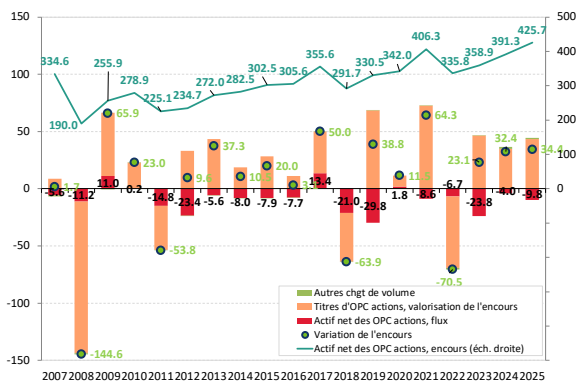
Pour la troisième année consécutive, les encours des fonds actions français sont en hausse (+34,4 milliards d’euros sur l’année, soit 8,8 % de hausse depuis fin 2024). Le pic historique de 406 milliards enregistré en 2021 a été ainsi dépassé : les 425 milliards d’euros d’encours de fin 2025 constituent un nouveau record.

Le fort effet de valorisation (+43,2 milliards d’euros) induit par les bonnes performances boursières de 2025 permet aux encours d’augmenter malgré les rachats nets (-9,8 milliards d’euros). Le Graphiques 79.2 montre que l’effet de valorisation a été négatif certains mois, et en particulier en mars 2025, avec plus de 20,7 milliards d’euros de dévalorisation, induits par la réaction du prix des actions aux annonces de politique commerciale de l’administration Trump.

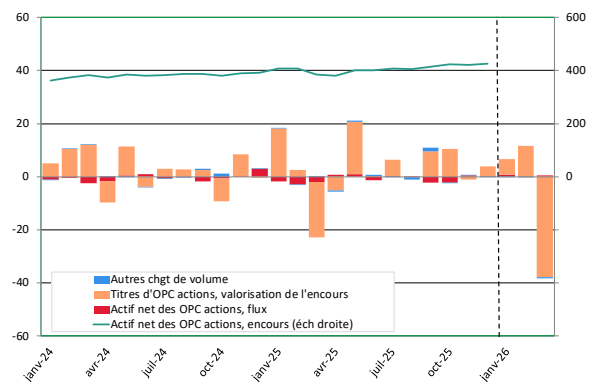
Les deux premiers mois de l’année 2026 ont bénéficié aux fonds actions français grâce à un effet de valorisation élevé (+17,5 milliards d’euros). Cependant, ces bonnes performances sont effacées en mars 2026 (-37,7 milliards d’euros) avec le déclenchement de la guerre entre les États-Unis et Israël d’un côté et l’Iran de l’autre. Ainsi, sur le premier trimestre de l’année 2026, les fonds actions français ont enregistré une perte de valorisation cumulée de l’ordre de -20,3 milliards d’euros en parallèle d’une faible collecte (1,1 milliard d’euros).

#### Graphiques 79 : Évolution des fonds actions français

Graphique 79.1 : Évolution de l’encours des fonds actions français (en milliards d’euros)



Graphique 79.2 : 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 2024 et fin mars 2026. La droite en pointillé marque la fin d’année 2025. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l’année 2026 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.

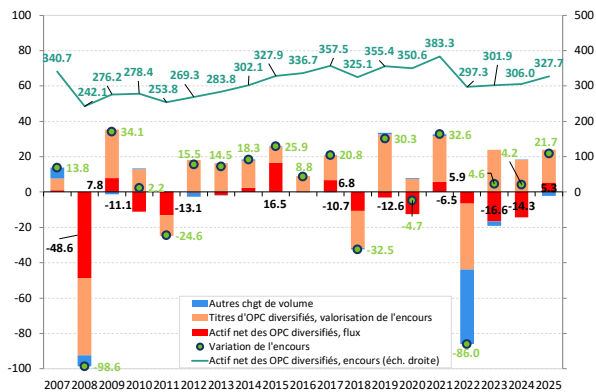
### 3.2.4. Fonds diversifiés : une hausse des encours en 2025 qui s’explique majoritairement par une bonne performance boursière

En 2025, les fonds diversifiés enregistrent la plus forte hausse d’encours depuis 2021 (21,7 milliards d’euros d’augmentation, soit +7,1 % par rapport à fin 2024). L’effet valorisation se situe à +18,6 milliards d’euros et explique à lui seul 86 % de l’accroissement. Cet effet est engendré à la fois par une bonne performance boursière et par les baisses des taux directeurs qui profitent à la poche obligataire des fonds diversifiés. La hausse de valorisation des fonds diversifiés est accompagnée par le retour des collectes (de l’ordre de +5,3 milliards d’euros).

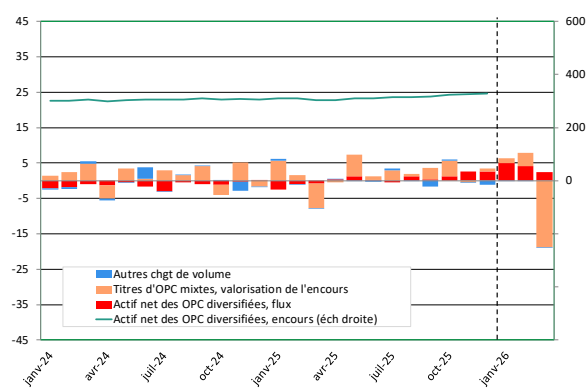
L’environnement économique continue de profiter aux fonds diversifiés sur les deux premiers mois de 2026 (Graphique 10.2). Ils ont en effet bénéficié à la fois d’un effet de valorisation positif (+4,9 milliards d’euros), et de collectes dynamiques (+9,2 milliards d’euros). Comme pour les fonds actions, le déclenchement de la guerre contre l’Iran a provoqué un recul des valorisations des fonds mixtes en mars 2026 (-8,6 milliards) qui n’a pas inversé la tendance de collecte (+2,5 milliards d’euros en mars).

### Graphiques 80 : Évolution des fonds diversifiés français

Graphique 80.1 : Évolution de l'encours des fonds diversifiés français (en milliards d'euros)



Graphique 80.2 : 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 2024 et fin mars 2026. La droite en pointillé marque la fin d'année 2025. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2026 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.

#### 3.2.5. Fonds autres : en 2025 les souscriptions nettes importantes continuent de faire augmenter les encours

Les fonds « autres »<sup>107</sup> dépassent pour la première fois en 2025 la barre des 700 milliards d'euros d'encours (hausse de 108,9 milliards d'euros, soit + 17,1 % par rapport à fin 2024). Toutefois, 21,3 % de cette hausse (23,2 milliards d'euros) est attribuée à « d'autres changements de volume », c'est-à-dire à des modifications dans le périmètre des fonds « autres »<sup>108</sup>.

En 2025, les collectes se situent à des niveaux élevés, dépassant nettement le précédent record historique de 2024 (54,9 milliards d'euros en 2025 contre 33,9 milliards d'euros en 2024). La hausse des encours s'explique ainsi pour plus de la moitié par les souscriptions nettes. Les collectes les plus élevées sont enregistrées au deuxième trimestre 2025 (19,1 milliards d'euros, soit environ 35,2 % du total annuel), période qui correspond traditionnellement au versement de l'intéressement et de la participation sur les plans d'épargne en entreprise. Avec ses 17,6 milliards d'euros de collecte, le quatrième trimestre 2025 correspond également à un trimestre de fortes collectes. L'effet valorisation atteint en 2025 son plus haut niveau depuis 2021 (30,7 milliards d'euros observés en 2025, contre 8,1 milliards en 2024). Ainsi, la bonne performance de ces fonds explique 28,2 % de l'augmentation des encours entre 2024 et 2025.

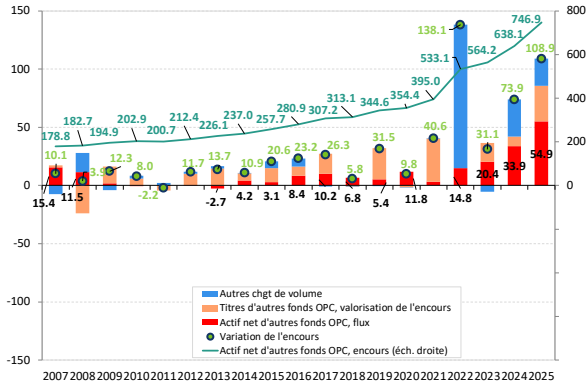
Le contexte géopolitique affecte également les fonds autres pendant les trois premiers mois de l'année 2026 (Graphiques 81.2). Les bonnes performances de janvier et février 2026 sont contrebalancées par un effet de valorisation négatif en mars 2026 (-11,6 milliards d'euros). Cependant, comme pour les autres typologies de fonds, les collectes continuent en mars malgré les pertes enregistrées (+5,1 milliards d'euros de souscriptions).

<sup>107</sup> 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*.

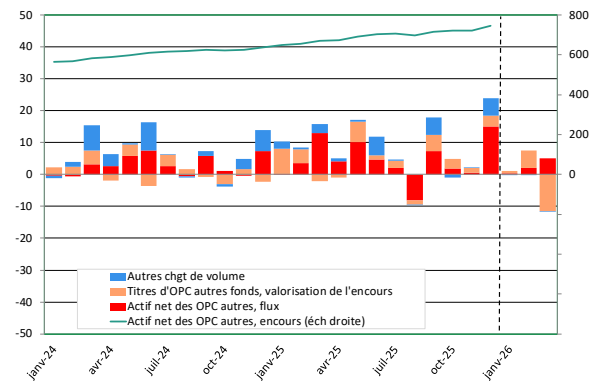
<sup>108</sup> Une évolution de la catégorisation des fonds entrant dans le périmètre de collecte est à l'origine des « autres changements de volume ».

**Graphiques 81 : Évolution des autres fonds français**

**Graphique 81.1 : Évolution de l'encours des fonds autres français (en milliards d'euros)**



**Graphique 81.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)**



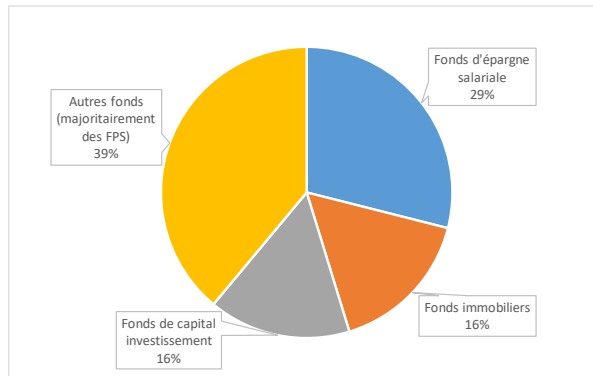
Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF.

Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2024 et fin mars 2026. La droite en pointillé marque la fin d'année 2025. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2026 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.

Une décomposition des fonds autres par grande typologie de fonds est présentée dans le Graphique 82. Il montre la grande diversité de fonds qui font partie de cette catégorie. À fin 2025, les fonds d'épargne salariale et un reliquat (regroupant majoritairement des fonds professionnels spécialisés – FPS) représentent 68 % des encours de la catégorie des fonds autres.

**Graphique 82 : Décomposition des fonds « autres » par grande typologie à fin 2025**

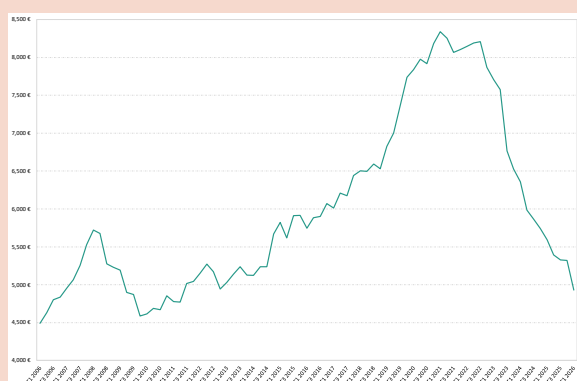


Source : AMF. Le périmètre des fonds « autres » considéré dans ce graphique pourrait différer de celui de la Banque de France.

**Encadré 11 : Les difficultés perdurent en 2025 pour les fonds immobiliers français**

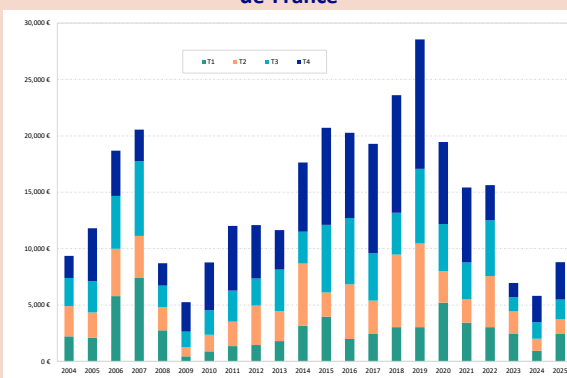
Le segment de l’immobilier commercial continue d’éprouver des difficultés. La baisse des prix s’est poursuivie en 2025 malgré plusieurs réductions de taux opérées depuis 2024. Selon Immostat (Graphique 83), le prix moyen des bureaux en Île-de-France atteint 5 320 €/m<sup>2</sup> fin 2025, en recul de 7,3 % par rapport à fin 2024 (5 741 €/m<sup>2</sup>). Cette baisse des prix a permis de redynamiser les volumes d’investissement en 2025 : 8,8 milliards d’euros enregistrés contre 5,8 milliards d’euros en 2024, soit une hausse de 51,2 % en un an (Graphique 84). Ces volumes d’investissement restent cependant nettement inférieurs à ceux des années de taux bas (soit avant 2022).

**Graphique 83 : Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m<sup>2</sup>**



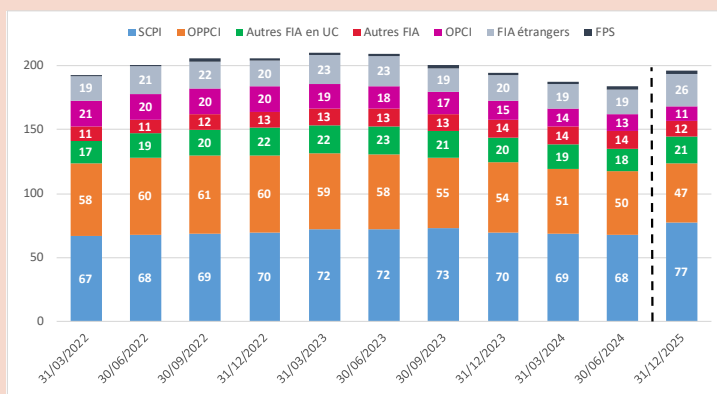
Source : Immostat.

**Graphique 84 : Évolution des volumes d’investissement (en millions d’euros) sur l’immobilier d’entreprise en Île-de-France**



Source : Immostat.

**Graphique 85 : Encours des principales catégories de fonds immobiliers**



Source : Reporting AIFMD, référentiel ROSA et données publiques de l’ASPIM.

Note de lecture : La droite en pointillé marque l’utilisation des sources de données différentes. Avant cette date, les données utilisées sont celles issues du reporting AIFMD. En revanche, pour les données à fin 2025, le reporting AIFMD, le référentiel ROSA et le rapport ad-hoc ont été utilisés.

Entre mi-2024 et fin 2025, les fonds ciblant une clientèle professionnelle (principalement des organismes professionnels de placement collectif immobilier, ou OPPCI), ont connu une baisse de valeur d’environ 2,7 milliards d’euros. Ces fonds, bien qu’ouverts en théorie, sont fermés en pratique de par la présence de mécanismes de plafonnement systématiques des rachats – *gates* permanentes – dont les seuils de déclenchement sont fixés à des niveaux très faibles (de l’ordre de 0,1 % de l’actif net).

En ce qui concerne les fonds s’adressant à la clientèle de détail :

- les SCPI<sup>109</sup> (*sociétés civiles de placement immobilier*) ont enregistré une hausse d’encours d’environ 9 milliards d’euros entre le deuxième trimestre 2024 et le premier trimestre 2025, grâce notamment à une collecte en hausse

<sup>109</sup> 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.

(+4 milliards d'euros en 2025 contre +3,3 milliards d'euros en 2024). Comme l'année passée, les niveaux de collecte diffèrent cependant entre SCPI. Les SCPI diversifiées bénéficient de souscriptions dynamiques, tandis que les SCPI spécialisées dans des bureaux franciliens enregistrent des collectes atones. L'absence de souscriptions (ainsi que de fonds de remboursement) ne permet pas à ces SCPI de satisfaire les demandes de retrait qu'elles reçoivent, ce qui a pour conséquence d'augmenter la proportion des parts en attente de cession (3,1 % au Q4 2025 selon l'ASPIM (2026a)). En réaction à cette situation, certaines SCPI ont acté leur conversion en SCPI à capital fixe<sup>110</sup> : au lieu du mécanisme de retrait compensé caractérisant les SCPI à capital variable (i.e., les demandes de retrait sont exécutées seulement si celles-ci peuvent être appariées à des demandes de souscription, au prix de part fixé par le gérant), les parts s'échangent désormais sur un marché secondaire à un prix déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande, avec potentiellement de fortes décotes.

En ce qui concerne les valorisations, selon l'ASPIM (2026a)<sup>111</sup>, le prix de part moyen (pondéré par la capitalisation) a baissé d'environ 3,45 % entre le 31 décembre 2024 et le 1<sup>er</sup> janvier 2026.

Les SCPI n'ont pas un recours important au levier. En effet, selon le *reporting* AIFMD à fin 2025, 89 % des fonds (en termes d'encours) présentent un levier limité (inférieur à 150 %) ou inexistant.

- l'encours des OPCI (*Organismes de Placement Collectif Immobilier*) baisse d'environ 2,1 milliards d'euros entre fin juin 2024 et fin 2025. Selon l'ASPIM (2026b)<sup>112</sup> les décollectes expliquent la grande majorité de la réduction d'encours (2 milliards de décollecte comparé aux 2,1 milliards de baisse des encours).
- selon les données issues du *reporting* prévu par la directive AIFM<sup>113</sup>, l'encours des autres fonds d'investissement alternatifs (FIA) immobiliers distribués en unités de compte dans le cadre des contrats d'assurance-vie atteindrait 21 milliards fin 2025.

**Tableau 1 : Description des principaux types de supports**

Placement	Encours au 31/12/2025	Agrément	Clientèle	Type
Produits considérés par les acteurs comme des FIA				
OPPCI (organismes professionnels de placement collectif immobilier)	47 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 systématique des rachats ( <i>gates</i> ) dès qu'ils atteignent une très faible proportion de l'actif net
FPS immobiliers (fonds professionnels spécialisés)	2 Mds €	Non agréés	Professionnels ou assimilés avec un ticket d'entrée de 100 k€ Possibilité de référencement en unités de compte	Tous types
Autres FIA (dont sociétés civiles immobilières, SCI)	12 Mds €	Non agréés	Majoritairement professionnelle	Ouverts aux rachats
SCPI (sociétés civiles de placement immobilier)	77 Mds €	Visa délivré par l'AMF	Particuliers pour l'essentiel Également détenus par d'autres fonds : SCI et OPCI	Fermés aux rachats mais marché « secondaire » organisé par la SGP
OPCI (organismes de placement collectif immobilier)	11 Mds €	Agréés par l'AMF	Particuliers (essentiellement via l'assurance-vie en unités de compte) Également détenus par d'autres fonds : SCI	Ouverts aux rachats
Autres FIA en unités de compte (UC), dont SCI	21 Mds €	Non agréés	SCI commercialisées via l'assurance-vie en unité de compte exclusivement	Ouverts aux rachats

Légende : encours à fin décembre 2025

<sup>110</sup> Une autre option aurait été la création et la dotation d'un fonds de remboursement. Cependant, l'alimentation d'un tel fonds grâce aux produits de ventes est rendue difficile par l'assèchement des transactions sur le marché de l'immobilier. De plus, une décote réglementaire substantielle s'applique au prix de retrait en cas de sortie via le fonds de remboursement.

<sup>111</sup> Voir l'article de l'ASPIM (2026a). [Collecte et performance des fonds immobiliers grand public en 2025 : des signaux d'amélioration dans des marchés encore sous contraintes.](#)

<sup>112</sup> Voir l'article de l'ASPIM (2026b). [Les fonds immobiliers grand public. 4<sup>e</sup> trimestre 2025.](#)

<sup>113</sup> 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 (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*.

Les autres FIA<sup>114</sup> (y compris ceux distribués en unités de compte) ont fait l'objet d'un décret publié au journal officiel le 5 mai 2026<sup>115</sup> qui vise à mieux les encadrer. En effet, les produits qui tombent dans cette catégorie ne sont pas définis positivement comme des fonds d'investissement par le droit français. Il s'agit de structures juridiques relevant du droit civil ou du droit des sociétés, et qui peuvent être adaptées pour servir de cadre flexible à un investissement collectif (e.g. des sociétés civiles immobilières, ou des sociétés par actions simplifiées, qui investissent dans des actifs pour le compte de leurs sociétaires ou actionnaires). Les autres FIA n'étaient donc jusqu'à présent pas contraints par les règles nationales applicables aux fonds, leur fonctionnement (en termes d'actifs éligibles, de règles de diversification, de liquidité etc.) étant largement défini par leurs documents constitutifs. De par leur activité toutefois, ces structures sont considérées comme des fonds d'investissement « par objet » et sont donc soumises à la directive européenne sur les fonds d'investissement alternatifs.

Initialement réservés à une clientèle professionnelle, ils ont pu être achetés par des assureurs pour servir de support à des contrats en unités de comptes, exposant indirectement les investisseurs de détail. Le décret interdit tout nouveau référencement des autres FIA dans l'assurance-vie ou dans les plans d'épargne retraite, et prévoit l'obligation pour les autres FIA déjà référencés d'opter pour l'un des cinq régimes suivants : FPS-ELTIF, FCPR<sup>116</sup>, OPC, SCPI ou fonds de fonds alternatifs. Les autres FIA qui choisissent de ne pas changer de régime alors qu'ils sont distribués en assurance-vie ne disparaîtront pas pour autant, mais ne pourront plus faire l'objet de nouveaux versements ou arbitrages de la part des investisseurs. Les fonds auront jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2029 pour adapter leur portefeuille au régime visé (sauf pour la possibilité d'investir dans des fonds de fonds dans le régime FPS-ELTIF qui est autorisée jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2032) et doivent informer l'AMF de leur choix avant le 30 avril 2027.

Malgré une amélioration du marché sous-jacent, le volume de transactions est resté en 2025 en-deçà des niveaux records observés entre 2014 et 2022. Les valorisations immobilières sont donc plus difficiles. Dans ce contexte, l'AMF poursuit sa supervision renforcée des fonds immobiliers.

### 3.2.6. Marché français : regard sur la gestion sous mandat

La gestion d'actifs française réunit non seulement la gestion collective française (c.-à-d. les fonds domiciliés en France, gérés par des sociétés de gestion françaises ou étrangères), mais aussi les mandats de gestion confiés généralement par des institutionnels ou des particuliers fortunés aux sociétés de gestion françaises.

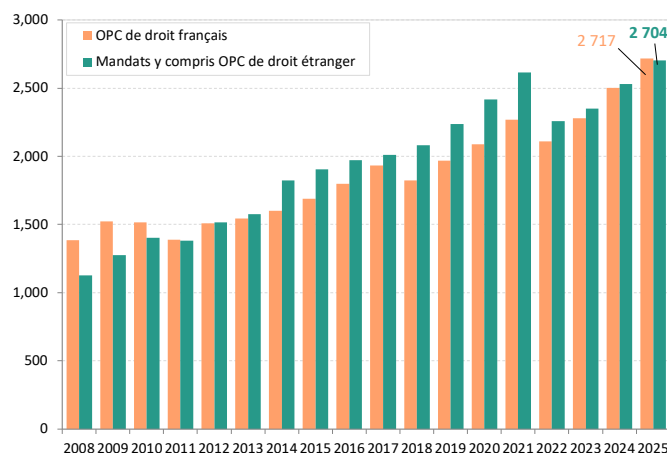
Selon les statistiques de l'Association française de la gestion financière (AFG), l'encours de ces mandats et des OPC de droit étranger gérés par les sociétés françaises a crû d'environ 173 milliards d'euros entre fin 2024 et fin 2025, atteignant 2 704 milliards d'euros, contre 2 531 milliards d'euros une année auparavant. Cependant, cette croissance a été moindre que la hausse des encours des OPC de droit français. Ainsi, pour la première fois depuis 2011, l'encours des OPC de droit français dépasse l'encours des mandats et des OPC de droit étranger gérés par des sociétés de gestion françaises.

<sup>114</sup> Même si la majorité des autres FIA sont des fonds immobiliers, ces véhicules peuvent cibler d'autres types d'actifs (comme par exemple la dette privée).

<sup>115</sup> [Décret no 2026-341 du 30 avril 2026](#) renforçant l'encadrement de l'univers d'investissement de l'assurance-vie et du plan d'épargne retraite.

<sup>116</sup> Un fonds commun de placement à risque (FCPR) est composé en majorité de titres d'entreprises non cotées en bourse.

**Graphique 86 : 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).

### 3.3. GESTION D'ACTIFS ET INTERCONNEXIONS

En anticipation des discussions attendues au niveau européen pour faire suite à la consultation ciblée de la Commission sur le renforcement du cadre macroprudentiel de l'Union<sup>117</sup>, la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont souhaité réaliser un *stress-test* intégré des secteurs français de la banque, de l'assurance et de la gestion d'actifs (*system-wide stress-test*, ou SWST).

Les *stress-tests* font partie intégrante de la panoplie d'outils de gestion des risques dans le secteur financier, et leur utilisation s'est généralisée depuis la crise financière mondiale de 2008. Il s'agit en pratique de modéliser l'impact de chocs prédéfinis sur le bilan des entités, pour évaluer leur capacité à faire face à des situations de crise dans le monde réel, et les aider à anticiper le type de réactions qu'elles pourraient être amenées à mettre en œuvre en urgence. Les banques, les assurances et les fonds d'investissement européens sont tous tenus réglementairement de réaliser régulièrement des *stress-tests*.

Dans le cas des fonds (selon qu'il s'agit d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières – OPCVM – ou de fonds d'investissement alternatifs – FIA), les exigences relatives aux dispositifs de gestion des risques ont été précisées par l'article 51 de la directive OPCVM (UCITS)<sup>118</sup> et les articles 15 et 16 de la directive AIFM<sup>119</sup>. L'AMF a publié en 2017 un guide pédagogique sur l'utilisation des *stress-tests* dans le cadre de la gestion des risques des sociétés de gestion de portefeuille<sup>120</sup>, et l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers) a développé en 2020 des orientations sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et FIA<sup>121</sup> pour harmoniser les pratiques au niveau européen.

En plus de ces exercices individuels, des exercices sectoriels sont régulièrement mis en œuvre par les autorités. Un même scénario de crise est appliqué simultanément aux principaux acteurs bancaires, ou aux grands assureurs, ou

<sup>117</sup> Commission européenne (2024). [Targeted consultation assessing the adequacy of macroprudential policies for non-bank financial intermediation \(NBFI\)](#).

<sup>118</sup> [Directive 2009/65/CE](#) du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009 – L'article 51 est complété par les articles 38 et 40 de la [directive 2010/43/UE](#) de la Commission du 1<sup>er</sup> juillet 2010 (Directive déléguée).

<sup>119</sup> [Directive 2011/61/UE](#) du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011 – Les articles 15 et 16 sont complétés par les articles 45 et 48 du [règlement délégué \(UE\) n°231/2013](#) de la Commission du 19 décembre 2012.

<sup>120</sup> AMF (2017). [Utilisation des stress-tests dans le cadre de la gestion des risques : Guide pédagogique pour les sociétés de gestion de portefeuille](#), février 2017.

<sup>121</sup> ESMA (2020). [Orientations sur les simulations de crise de liquidité dans les OPCVM et les FIA](#). 16/07/2020.

aux fonds monétaires<sup>122</sup>. Ces exercices coordonnés permettent d'évaluer la résilience d'un secteur dans son ensemble, mais aussi d'identifier des stratégies qui pourraient s'avérer déstabilisatrices si tout le secteur réagissait de la même façon. Ils offrent enfin la possibilité de comparer les entités entre-elles, d'identifier de potentielles vulnérabilités structurelles et de renforcer le suivi des acteurs les plus à risque.

En s'inspirant de l'exercice pilote mené par la Banque d'Angleterre sur le marché britannique entre 2023 et 2024 suite à la crise du Gilt de 2022<sup>123</sup>, la Banque de France, l'ACPR et l'AMF ont décidé en 2025 de lancer un exercice trans-sectoriel sur le marché français. Au lieu de tester la résilience de chaque acteur isolément ou de chaque secteur en silo comme le font les *stress-tests* traditionnels, le principe de ce SWST est d'appliquer un choc identique aux acteurs des trois secteurs pour analyser leurs réactions et étudier leurs interactions stratégiques afin d'identifier de potentiels effets amplificateurs qui découleraient par exemple de la concentration de cessions d'actifs sur certains titres particuliers, ou de réductions endogènes de tolérance au risque.

Après une phase préparatoire au 1<sup>er</sup> trimestre 2025, des ateliers de co-construction ont été organisés entre fin mars et fin avril 2025 avec les entités privées volontaires des trois secteurs concernés, pour affiner les scénarios et ajuster les *templates* de *reporting*. Deux sessions d'échange ont aussi été organisées avec des chercheurs académiques actifs dans l'analyse des interconnexions et du risque systémique.

Le lancement formel de l'exercice a eu lieu au troisième trimestre 2025. Le SWST couvre cinq banques françaises (dont les quatre banques françaises d'importance systémique, soit 83 % du marché), neuf groupes d'assurance français (59 % du marché), et dix groupes de gestion français (soit quarante sociétés individuelles, françaises ou étrangères). En termes de fonds, le périmètre de l'exercice couvre tous les fonds français et étrangers de plus de 500 millions d'euros d'actifs gérés par ces dix groupes, ce qui représente plus de 1 300 milliards d'euros d'actif net, soit, pour donner un ordre de grandeur, environ 48 % du volume des fonds domiciliés en France<sup>124</sup>.

L'exercice comporte en pratique deux phases principales :

- dans un premier temps, les participants ont simulé le scénario convenu dans leurs systèmes internes pour étudier son impact sur leurs activités, défini leurs stratégies de réponse aux chocs sur une période de deux semaines, et remonté les résultats à leur superviseur (on parle d'un *stress-test bottom-up*). Cette phase s'est terminée le 31 mars 2026. Les autorités ont ensuite analysé les remises, étudié la cohérence des réponses entre les différents participants et modélisé les effets agrégés induits (y compris en simulant la réaction des entités non participantes), en portant une attention particulière à l'identification de potentielles boucles d'amplification ou de rétroaction.
- à partir des résultats de l'analyse des données de la première phase, les autorités ont élaboré un questionnaire à destination des acteurs les invitant à envisager les points de vulnérabilité identifiés. Ces questionnaires ont été envoyés aux acteurs mi-juin 2026, pour préparer des entretiens avec les régulateurs durant la première quinzaine de juillet 2026 (le « deuxième *round* » de l'exercice).

Pendant tout le premier semestre 2026, les équipes de l'AMF et de l'ACPR ont développé des outils d'agrégation des *templates* de *reporting* ainsi qu'un cadre d'analyse de la cohérence des actions des participants sur les différents segments de marché (cash, dérivés, *repo*). Cinq sessions conjointes de travail d'une journée chacune ont permis de mettre en place un cadre de coopération efficace entre les deux superviseurs sur ce projet d'ampleur. Un rapport intermédiaire, détaillant la méthodologie retenue, a été publié le 17 juin 2026<sup>125</sup>.

Cet exercice *bottom-up* est complété par un modèle de stress-test sur table (*top-down*) développé par la Banque de France à partir du cadre du modèle ISA (*Interconnected System-wide stress test Analytics*) de la Banque centrale européenne. Des améliorations substantielles ont été intégrées par la Banque de France, pour permettre de simuler le marché du *repo*, d'estimer les élasticités des fonctions de demande des différents acteurs pour les

---

<sup>122</sup> L'article 28 du [Règlement \(UE\)2017/1131](#) du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 impose en effet des stress tests pour les fonds monétaires domiciliés dans l'Union européenne. Cf aussi ESMA (2025). [Guidelines on stress test scenarios under the MMF Regulation](#). 25/02/2025.

<sup>123</sup> Cf. Bank of England (2024). [The Bank of England's system-wide exploratory scenario exercise final report](#). 29/11/2024.

<sup>124</sup> Cf. Banque de France (2025). [Rapport sur la stabilité financière – décembre 2025](#).

<sup>125</sup> Cf. Banque de France, ACPR, AMF (2026). [System-wide stress test interim report](#). June.

différents titres, et de mieux modéliser le reste du monde. Les résultats du modèle appliqué au marché français pour des chocs proches du scénario du stress-test *bottom-up* permettront de comparer les deux approches.

### Encadré 12 : Poids de l'assurance et des ORPS dans la distribution des fonds français

Les assureurs occupent une place importante dans l'économie et représentent l'un des principaux groupes d'investisseurs institutionnels. Selon les données de la Banque de France à fin 2025<sup>126</sup>, les placements financiers des assureurs atteignent 2 652 milliards d'euros, soit, pour donner un ordre de grandeur, 89 % du produit intérieur brut français<sup>127</sup>. Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire (ORPS) représentent quant à eux des nouveaux acteurs (apparus depuis 2019<sup>128</sup>) et qui gèrent l'épargne retraite des français. L'actif total des ORPS a crû de manière continue depuis leur apparition et atteint 224,4 milliards d'euros fin 2024 selon des données de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR).

Grâce aux données transmises à l'AMF par l'ACPR, il est possible d'estimer la part que représentent les assureurs et les ORPS au passif des fonds à fin 2025<sup>129</sup>. Le tableau ci-dessous décompose le nombre et l'encours total des titres d'OPC détenus par ces acteurs, selon le pays de domiciliation du fonds et la branche d'activité des assureurs (NB : les ORPS sont intégrés à l'activité d'assurance-vie).

**Tableau 2 : 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	2,202	7,286	25,571	35,059	FR	34	297	353	684
LU	755	2,600	25,038	28,393	LU	7	52	117	176
IE	126	316	4,314	4,756	IE	4	11	11	26
Autres	31	107	1,133	1,271	Autres		6	4	10
ISIN Invalide	627	2,416	525	3,568	ISIN Invalide	8	60	13	81
Total	3,741	12,725	56,581	73,047	Total	53	426	498	977

Source : Reporting ACPR. Note de lecture : le tableau de gauche comporte le nombre de fonds détenus par les assureurs et les ORPS selon le pays de domiciliation du fonds et la branche d'activité. Un même fonds peut donc apparaître plusieurs fois s'il est détenu par plus d'un acteur. 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.).

La majorité des fonds d'investissement restent détenus dans le cadre de contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC), avec 56 581 parts de fonds, contre 12 725 parts détenues par le fonds euros (c.-à-d. les contrats à capital garanti) et 3 741 parts pour la branche non-vie (par exemple l'assurance dommages). En termes d'encours, nous observons une augmentation marquée de la détention d'OPC par les assureurs et les ORPS (977 milliards d'euros de détentions fin 2025 contre 836 milliards d'euros fin 2024, ce qui constitue une hausse de 141 milliards d'euros, soit environ 17 % en un an). Cette hausse s'explique majoritairement par l'intégration des ORPS à cette analyse (fin 2025, ces acteurs investissent dans des OPC à hauteur de 77 milliards d'euros, ce qui représente environ 55 % de la hausse des encours entre 2024 et 2025). Les souscriptions nettes ainsi que l'appréciation des supports expliquent le reste de cette augmentation.

En termes d'OPC détenus, les assureurs et les ORPS investissent majoritairement dans des fonds français, représentant 70 % de l'encours total détenu. En prolongement des résultats de l'année passée, l'encours des OPC détenus en représentation des UC continue de dépasser (d'environ 72 milliards) l'encours des OPC détenus au titre du fonds euros. Cette différence existe tant pour les assureurs (68 milliards d'euros) que pour les ORPS (environ 4 milliards d'euros).

Au-delà des chiffres agrégés présentés ci-dessus, les données transmises par l'ACPR peuvent également être utilisées pour estimer le poids des assureurs et des ORPS dans le passif de chaque fonds français. Pour ce faire, nous croisons les ISIN présents dans la base de données de l'ACPR avec les données de supervision de l'AMF (disponibles sur ROSA). Cette opération aboutit à l'identification de 5 464 fonds (soit 8 134 classes de parts) dans le portefeuille de ces entités, pour un encours cumulé d'environ 657 milliards d'euros à fin 2025<sup>130</sup>. Le poids des assureurs et des ORPS au passif des fonds français

<sup>126</sup> Banque de France (2026). [Placements des assurances 2025 Q4](#).

<sup>127</sup> Selon les données [Insee](#), le PIB français s'élevait à environ 2 983 milliards d'euros (prix courants) à fin 2025.

<sup>128</sup> Leur apparition est expliquée par des évolutions réglementaires aux niveaux français et européen. Pour une description de ces acteurs voir Ahado et al. (2022). [Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire : un nouvel acteur pour l'épargne retraite des Français](#). Bulletin de la Banque de France. No. 243.

<sup>129</sup> 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.

<sup>130</sup> La différence entre ce chiffre et les 684 milliards reportés dans le Tableau 2 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).

croît. Il atteint 24,2 % fin 2025 contre 22,3 % fin 2024. Pour un certain nombre de fonds (1 674 fonds, soit 30,6 % de la population identifiée), les assureurs et les ORPS représentent la quasi-totalité du passif du fonds (soit plus de 95 %). En l'absence de données granulaires relatives au passif des fonds, cette analyse s'avère très importante pour les régulateurs car elle permet de caractériser une partie des interconnexions. Ainsi, elle contribue à améliorer le suivi de la gestion du risque de liquidité des fonds.

### Encadré 13 : Développement des fonds tokenisés

Parmi les actifs financiers susceptibles d'être tokenisés figurent également les fonds d'investissement. Dans un fonds tokenisé, les parts prennent la forme de jetons (*tokens*) qui peuvent être enregistrés et échangés au moyen d'un registre distribué (*Distributed Ledger Technology*, ou DLT). Le recours à cette technologie est présenté comme un levier de réduction des coûts opérationnels. Au passif des fonds, la tokenisation permet d'émettre des parts de fonds directement sur *blockchain* et d'automatiser les opérations de souscription rachat. Ainsi, les ordres (qui prennent en général 2 à 3 jours ouvrés), pourraient être exécutés dans des délais plus courts, voire de manière instantanée.

Les avantages potentiels de la tokenisation des fonds dépasseraient les seules économies de coûts liées à la tenue des registres. Une étude de Soni, Fines et Sun (2025)<sup>131</sup> mentionne par exemple les potentiels bénéfiques suivants :

- La tokenisation pourrait favoriser l'émergence d'un marché secondaire de parts de fonds. Actuellement, à l'exception des parts de fonds cotés (ou *exchange-traded funds*, *ETF*) qui sont échangées sur un marché secondaire, les opérations de souscription et de rachat s'effectuent auprès du fonds. Dans un fonds tokenisé, les investisseurs pourront échanger directement les parts via la *blockchain*. Ceci contribuerait à une réduction des coûts administratifs pour le gérant du fonds.
- Le recours à des *smart contracts* pourrait par ailleurs faciliter la gestion du portefeuille d'actifs, sous réserve que les actifs concernés soient eux-mêmes inscrits sur une *blockchain*. En effet, les *smart contracts* pourraient encoder la politique d'investissement du fonds (e.g., interdictions d'investissement dans certaines classes d'actifs, seuils maximum d'investissement, pilotage de la gestion dans le cadre des ETF par exemple), des informations liées à certaines opérations sur titres (telles que la distribution des dividendes), ou bien encore des contraintes réglementaires (règles de diversification, d'emprise). À ce stade, ce cas d'usage demeure limité dans la mesure où les fonds n'investissent pas fréquemment exclusivement dans des actifs présents sur la *blockchain*.

La quantification de ces bénéfices potentiels demeure délicate. Une analyse réalisée par Calastone<sup>132</sup> mentionne que les gestionnaires de fonds d'investissement anticipent une réduction des coûts de l'ordre de 24 % pour les activités liées au suivi de la conformité, ainsi qu'à la préparation des rapports destinés aux clients et des rapports réglementaires. Des économies de 25 % et de 30 % seraient respectivement attendues pour les fonctions d'agent de transfert<sup>133</sup> et pour la comptabilité).

Les avantages de la tokenisation présentés ci-dessus contribuent au développement de ce marché qui n'en est actuellement qu'à ses débuts. Aux États-Unis, les fonds tokenisés représentent environ 20 milliards de dollars d'encours (Chapitre 2, Section 2.6), tandis qu'en Europe les montants observés sont plus faibles. La vaste majorité des fonds tokenisés est composée de fonds de dette privée et de fonds monétaires<sup>134, 135</sup>.

Les fonds monétaires tokenisés sont appelés à se développer, du fait de leur utilisation potentielle comme collatéral dans l'écosystème de la finance décentralisée (DeFi) et comme passerelle entre la *blockchain* et la finance traditionnelle. Dans ce contexte, ils pourraient constituer une alternative partielle aux *stablecoins* pour certains usages, en particulier comme réserve de valeur ou collatéral. Ils pourraient entrer en concurrence avec les *stablecoins* dont plusieurs vulnérabilités ont été soulignées<sup>136</sup> tout en présentant l'avantage de bénéficier d'une structure régulée et de procurer un rendement lié aux conditions du marché monétaire (Aquilina et al., 2025). En ce qui concerne le marché français, plusieurs fonds monétaires

<sup>131</sup> Soni, U., O. Fines O. et J. Sun (2025). [An Investment Perspective on Tokenization](#).

<sup>132</sup> Calastone (2025). [Tokenisation : a \\$135bn opportunity for asset managers. Blog](#).

<sup>133</sup> Un agent de transfert tient à jour les registres des comptes, gère les dividendes et facilite la distribution des fonds. Voir [l'article des Échos](#) (2011) pour des exemples relatifs aux fonctions et responsabilités de ces agents.

<sup>134</sup> Aquilina et al. (2025) précisent par exemple que le terme « fonds monétaire tokenisé » peut faire référence à un fonds monétaire classique (respectant les différentes règles qui lui sont imposées) ou bien à un fonds privé (non-MMF) visant des investisseurs accrédités.

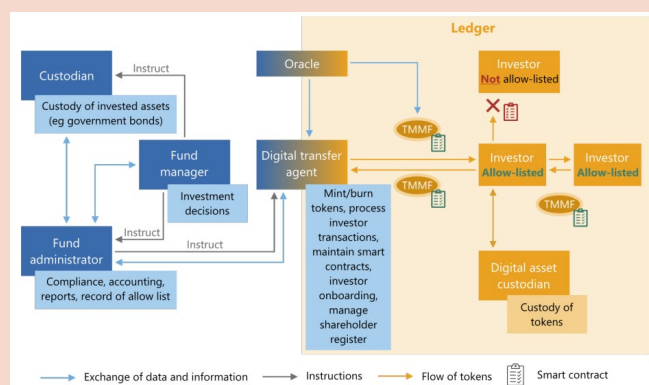
<sup>135</sup> Aquilina, M., U. Lewrick, F. Ravenna et L. Schönleber (2025). [The rise of tokenised money market funds](#). BIS Bulletin, no. 115.

<sup>136</sup> Voir Aldasoro, I., M. Aquilina, U. Lewrick et S. H. Lim (2025). [Stablecoin growth – challenges and policy approaches](#). BIS Bulletin, no. 108 pour une présentation générale du marché des *stablecoins*. Un des enjeux mentionnés concerne les titres assurant leurs valeurs et dans lesquels les *stablecoins* investissent (souvent des titres de haute qualité libellés en dollars) et l'impact que ces détentions peuvent avoir sur les titres (par exemple en termes de rentabilité). En ce qui concerne les limites des *stablecoins*, nous pouvons noter leur potentielle utilisation à des fins illicites.

recourant à la tokenisation (pour un encours dépassant un milliard de dollars, voir par exemple les MMF tokenisés de Spyko) ont déjà été lancés à la suite de leur agrément par l'AMF<sup>137</sup>.

En termes de fonctionnement, les entités en charge de la centralisation des souscriptions/rachats et de la tenue du compte émission des parts du fonds (« agent de transfert digital »<sup>138</sup> dans le schéma ci-dessous) assurent l'interface entre les infrastructures *off-chain* (côté « actif » du fonds, le gérant du fonds investissant dans des titres qui ne sont pas présents sur la *blockchain*) et *on-chain* (côté « passif » du fonds, les *tokens* étant enregistrés et échangés sur la *blockchain*). Ces entités sont chargées de l'exécution des ordres de souscription/rachat, ainsi que de la création/destruction des *tokens* qui en résultent. Il convient également de mentionner que la détention et l'échange des parts de MMF tokenisés sont soumis à une autorisation préalable (soit de la part de l'administrateur du fonds<sup>139</sup> soit de la part des entités en charge de la centralisation des souscriptions/rachats et de la tenue du compte émission des parts du fonds) afin de garantir le respect des obligations en matière de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme.

**Figure 1 : Exemple de schéma de fonctionnement d'un MMF tokenisé**



Source : Aquilina et al. (2025).

À l'instar des fonds d'investissement classiques, les fonds tokenisés peuvent être exposés à des risques de liquidité. En pratique, l'actif est en effet généralement constitué de titres dont la valorisation et la négociation ne sont possibles que pendant les heures d'ouverture des marchés traditionnels alors que le passif est composé de parts tokenisées échangeables de manière continue ou quasi-continue. Si la tokenisation des actifs et des parts de fonds se généralise, les plages de cotation devront probablement s'étendre pour tendre vers le 24/7. L'étalement des transactions sur 24 heures pourrait avoir des conséquences sur la liquidité, la volatilité et le processus de formation des prix. Par ailleurs, la visibilité immédiate des achats et ventes de parts sur la *blockchain* pourrait accentuer les phénomènes de contagion en période de tensions de marché, les signaux de défiance étant susceptibles de se propager plus rapidement et d'entraîner des ventes forcées dans des délais plus courts que dans le cadre des fonds traditionnels.

Notons enfin que la possibilité d'émettre et d'échanger des *tokens* qui représentent des parts fractionnées, associées à des montants unitaires plus faibles, facilite l'accès des clients particuliers à certaines classes d'actifs historiquement réservées aux investisseurs professionnels (comme les fonds de dette privée, de *private equity* etc.). Dans ce contexte, l'application des règles de bonne commercialisation est donc essentielle pour s'assurer que les investisseurs comprennent les risques inhérents aux classes d'actifs sous-jacents, ainsi que la politique de rachat et de souscription.

Le développement des fonds tokenisés s'accompagne également d'une mise à jour du cadre réglementaire. Le 30 avril 2026, la FCA (le régulateur britannique des services financiers) a ainsi formulé des recommandations<sup>140</sup>. Elle précise par exemple qu'un enregistrement des transactions *on-chain* peut être considéré comme constituant le registre principal pour les opérations sur parts sans qu'il soit nécessaire de conserver un enregistrement « miroir » complet *off-chain* sous réserve que le gérant dispose de plans de résilience appropriés.

En France, les travaux visant à identifier et à faciliter des projets concrets pour le développement des fonds tokenisés ont débuté en mars 2026 dans le cadre du groupe stratégique de place (lancé conjointement par l'AMF, la Banque de France et la Direction générale du Trésor) dédié à l'innovation et à la tokenisation de la finance. Le rapport du groupe devrait être publié à l'été 2026 et devrait comporter des analyses techniques, ainsi que des recommandations opérationnelles sur ces différents sujets.

<sup>137</sup> Spiko (2026). [Spiko franchit le cap du milliard d'encours](#). En France au 30/06/2025 au moins 23 MMF français ont fait l'objet d'une tokenisation. Cette tenue de passif tokenisée est souvent faite en parallèle d'un circuit plus classique.

<sup>138</sup> Il est important cependant de rappeler que la notion d'agent de transfert n'a pas de définition en droit français.

<sup>139</sup> Selon un article de [Baker tilly \(2025\)](#), l'administrateur du fonds s'occupe généralement de la comptabilité des fonds, du *reporting* financier (activités de back-office) etc.

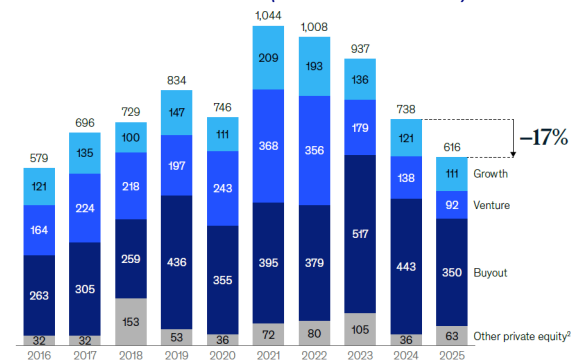
<sup>140</sup> Financial Conduct Authority (2026). [Progressing Fund Tokenisation](#). Policy Statement.

### 3.4. FONDS DE FINANCE PRIVÉE : UNE CRISE DE CROISSANCE ?

#### 3.4.1. *Private equity* : investissements et cessions d'actifs en hausse, mais levées de capitaux en baisse

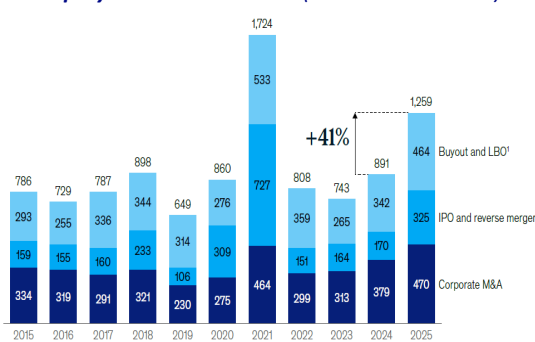
Au niveau mondial, l'évolution du *private equity* s'est inscrite en demi-teinte en 2025. Les rendements ont été très inférieurs à ceux des marchés boursiers. Selon McKinsey, le taux de rendement interne moyen du quartile des LBO les plus performants a été de 8 %, soit nettement en deçà de la performance des indices S&P 500 (18 %) ou MSCI World (22 %). Les levées des fonds fermés (de LBO, de capital-risque et de croissance) ont chuté de 17 % à un plus bas depuis 2016 (Graphique 87)<sup>141</sup>. En revanche, l'investissement des fonds, assis sur 1 300 milliards de dollars de capitaux à investir (*dry powder*) a crû de 44 % sur l'année à 904 milliards de dollars, un niveau proche du record historique de 2021. Dans un contexte de vieillissement des actifs des fonds<sup>142</sup>, les cessions ont également enregistré une forte hausse, de 41 %, à 1 300 milliards de dollars. Elles sont cependant surtout le fait d'un nombre limité de grosses opérations aux États-Unis (Graphique 88).

**Graphique 87 : Levées des fonds fermés de *private equity* dans le monde (milliards de dollars)**



Source : MSCI, cité par McKinsey.

**Graphique 88 : Cessions d'actifs des fonds de *private equity* au niveau mondial (milliards de dollars)**



Source : MSCI, cité par McKinsey.

Les distributions de dividendes par les fonds se situent à des niveaux historiquement faibles. Les levées de fonds tendent à se reporter<sup>143</sup> sur les fonds secondaires<sup>144</sup>. Ces fonds, de plus en plus créés à l'initiative des gérants (*GP-led*), reprennent des actifs souvent âgés des fonds de *private equity* arrivant à terme. Les transactions des fonds secondaires avaient déjà atteint un niveau historique en 2024, mais avec elles ont encore bondi de 48 % en 2025, pour s'établir à 240 milliards de dollars<sup>145</sup>. Leur recours au levier pour accroître les rendements ainsi que les problématiques de juste valorisation des actifs transférés et les risques de conflits d'intérêts associés suscitent de nombreuses inquiétudes<sup>146</sup>. Le développement d'une offre aux particuliers a été perçu comme un potentiel relai de croissance mais elle implique un renforcement de la protection des investisseurs.

En Europe, les levées de capitaux ont crû de 16 % par rapport à 2024, grâce à un rebond de l'activité des LBO au Royaume-Uni (Graphique 89). L'investissement des fonds, est resté proche de son niveau de 2024 (+2,7 % à 134,8 milliards d'euros) et de sa moyenne sur 5 ans (Graphique 90). Pour le *venture capital*, cependant, les levées de capitaux ont reflué de 29,2 %. Les cessions d'actifs se sont inscrites en léger retrait (-5,4 %) par rapport à 2024. Leur bas niveau en proportion des encours gérés et des montants investis traduit toutefois des difficultés de cession et un vieillissement du capital.

<sup>141</sup> Ce paragraphe s'appuie sur les rapports de Bain (2026) *Global private equity report* et McKinsey (2026) *Global private markets report*.

<sup>142</sup> McKinsey (2026) note une hausse du nombre d'entreprises détenues depuis 4 ans ou plus par les fonds, de 13 000 à 16 000 entre 2024 et 2025 à l'échelle mondiale, soit 52 % du nombre d'entreprises en portefeuille vs. 43 % en 2024.

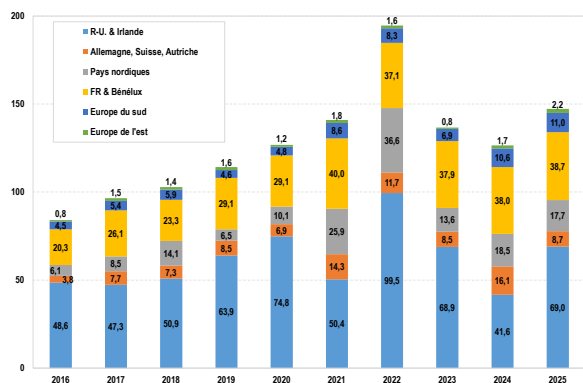
<sup>143</sup> Accessoirement, l'ILPA (*ILPA sounds alarm over rush of retail money*, Financial Times du 04/11/25) s'inquiète des conflits d'intérêts des gérants et de la possibilité qu'ils priorisent les investissements des fonds ouverts aux particuliers au détriment des fonds institutionnels.

<sup>144</sup> Selon McKinsey, le taux de distribution des fonds (*Distribution to Paid-In*) en 2025 est au plus bas sur un quart de siècle. Le Financial Times (*Private equity turns to secondary deals in attempt to boost returns*, 09/04/26) note le recours des fonds secondaires à l'effet de levier pour obtenir des rendements plus élevés que le reste du *private equity*. Les fonds secondaires représenteraient 1/5 des cessions des LBO.

<sup>145</sup> Jefferies (2026), [2025 Global secondary market review: Another record-breaking year](#) 10/02/26. McKinsey (2026) note aussi un recours croissant aux cessions d'actifs partielles.

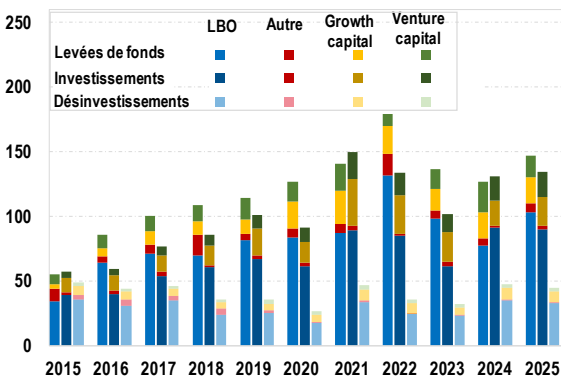
<sup>146</sup> Cf. McKinsey (2026). L'enquête de l'ILPA du 14/04/26 souligne la crainte de conflits d'intérêts, surtout pour les fonds de continuation.

**Graphique 89 : Levées de capital par zone géographique en Europe (milliards d'euros)**



Source : Invest Europe.

**Graphique 90 : Levées de fonds, investissements et désinvestissements des fonds en Europe (milliards d'euros)**

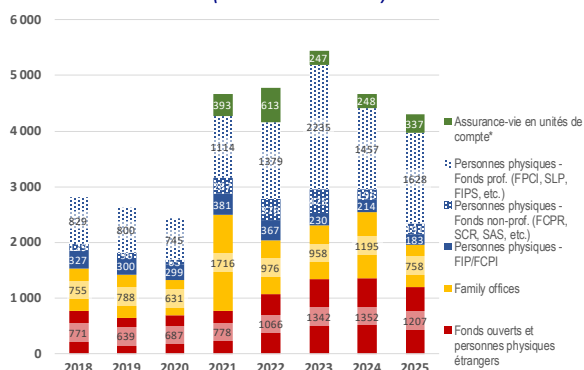


Source : Invest Europe.

En France, l'activité du *private equity* s'inscrit dans la tendance européenne, avec une hausse de 14,7 % des levées de capitaux, de 10,8 % des investissements et de 9,2 % des cessions en 2025, en parallèle d'une forte croissance de fonds secondaires. L'intérêt pour les fonds d'infrastructures, auquel l'association France Invest a étendu sa couverture statistique, est attesté par des levées de capitaux à hauteur de près de la moitié de celles du *private equity*.

Les levées de capital du *private equity* auprès des particuliers (personnes physiques et *family offices*), soit 14 % de la collecte, ont baissé de 7,6 % en 2025, surtout du fait du retrait des *family offices* (Graphique 91). Les levées auprès de personnes physiques situées en France correspondent à 54,3 % du total et ont pour leur part augmenté de 10,6 %. Elles ont bénéficié pour 70 % d'entre elles à des fonds réservés aux investisseurs expérimentés et aisés (FCPI, SLP). Les levées auprès de clients non professionnels, pourtant portées par une hausse de 36 % entre 2023 et 2025 du *private equity* dans l'assurance-vie en unités de compte<sup>147</sup>, n'ont pas compensé le déclin de la collecte des FCPR, FIP, et FCPI. L'AMF constate une hausse de 29,8 % des encours de FCPR en 2025 (Tableau 3). Cette catégorie de fonds concentre l'essentiel des fonds distribués aux particuliers, tandis que les fonds professionnels sous revue (hors SLP), représentent 86,4 % des encours du *private equity* français (les FCPI à eux seuls 76,8 %).

**Graphique 91 : Levées de fonds du capital investissement français auprès de personnes physiques et family offices (milliards d'euros)**



\* Indicateur disponible depuis 2021. Seules les souscriptions à des fonds qui investissent en direct dans des entreprises sont prises en compte ici. Il s'agit donc d'un minorant des souscriptions au non coté via les unités de compte de l'assurance-vie. En effet, les souscriptions de particuliers au travers des contrats d'assurance-vie en UC s'effectuent aussi sur des fonds qui ne sont pas pris en compte dans cette étude (fonds de fonds (primaires ou secondaires), fonds de dette, fonds d'infrastructure).  
Source : France Invest.

**Tableau 3 : Encours des fonds de capital investissement français (milliards d'euros)**

	31/12/2024	31/12/2025	Structure	25/24
			(%)	(%)
<b>Fonds professionnels</b>				
FCPI	90,2	92,5	76,8	2,6
FPS	12	11,6	9,6	-3
<b>Fonds communs de placement</b>				
FCPR	9,9	12,9	10,7	29,8
FCPI	2,4	2,3	1,9	-2,2
FIP	1,5	1,2	1	-18,3
<b>Total</b>	<b>115,9</b>	<b>120,5</b>	<b>100</b>	<b>4</b>

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

<sup>147</sup> Gestion de Fortune, Actifs privés à la recherche de la liquidité, 01/05/26.

### 3.4.2. *Private credit* : la croissance se maintient, mais les impacts de la conjoncture et de la crise de confiance aux États-Unis restent à évaluer

#### □ À défaut d'identification réglementaire, le *private credit* (PC) se définit par les pratiques de marché

Le PC est défini par les acteurs du marché<sup>148</sup> comme une gestion de fonds alternatifs de finance privée octroyant des prêts (*direct lending*), sous forme de dette uni-tranche à taux variable à des entreprises de moyenne capitalisation (*mid-market*). Cet octroi finance surtout des opérations de LBO, sa flexibilité et sa vitesse d'exécution facilitant les fusions-acquisitions. Le PC s'étend toutefois aussi, surtout aux États-Unis, à des types de financement plus spécialisé comme l'octroi de prêts garantis par des actifs spécifiques (*asset-based finance*, ABF)<sup>149</sup>. Il tend enfin de plus en plus à financer des emprunteurs plus gros, et à concurrencer les prêts syndiqués bancaires et les émissions obligataires *high yield*. Le coût pour l'emprunteur est toutefois plus élevé que pour ces deux canaux traditionnels. Les prêts directs sont souvent conservés jusqu'à maturité par les fonds prêteurs, d'autant que le marché secondaire est très limité. Leur risque de crédit a donc vocation à être contrôlé proactivement par les créanciers, et les prêts sont en général plus sécurisés que la dette *high yield*. Sur ces bases, le PC attire les investisseurs, notamment institutionnels, en recherche de rendements élevés, mais aussi sensibles aux versements de dividendes réguliers<sup>150</sup>, ainsi qu'à la protection contre l'inflation associée aux taux variables servis.

#### □ L'information sur le PC souffre d'importantes limites

Les statistiques sur la taille du marché du PC et le suivi de l'activité proviennent avant tout de fournisseurs de données ou d'associations professionnelles. En Europe, les exigences de *reporting* de la directive AIFM permettent d'obtenir quelques informations, sous réserve de parvenir à identifier positivement les fonds de PC<sup>151</sup>. Les estimations d'encours de PC varient fortement selon les sources<sup>152</sup>. Non seulement la caractérisation et l'identification des fonds varie selon le degré d'inclusion de types de financement émergents (ABF), ou de classes d'actifs privés proches (immobilier ou infrastructure), mais encore la couverture des fournisseurs de données n'est pas exhaustive<sup>153</sup> (elle dépend en partie des déclarations volontaires des acteurs, gérants et investisseurs). Comme le périmètre couvert par les statistiques des associations professionnelles n'est pas précisément connu, ces données d'activité, focalisées sur les flux, ne peuvent pas aisément être rapprochées des données d'encours issues des *reportings* réglementaires (AIFM en Europe). La dimension transfrontalière des activités du PC est elle aussi difficilement quantifiable. Enfin, les méthodologies statistiques varient fortement<sup>154</sup> : la valorisation d'actifs sous-jacents souvent très peu liquides est très complexe et sujette à appréciation<sup>155</sup>. Certaines sources incluent même la *dry powder* dans les estimations d'encours.

<sup>148</sup> Cette définition repose sur des échanges bilatéraux de l'AMF avec les gérants concernés, leurs associations professionnelles, et sur les publications de fournisseurs de données spécialisés, et de consultants, juristes, ou agences de notation. Elle s'inscrit dans le prolongement de la définition proposée antérieurement pour les fonds de finance privée dans la cartographie des risques de l'AMF. À défaut d'ancrage dans la réglementation, le croisement avec d'autres critères permet certaines quantifications pour les FIA en Europe.

<sup>149</sup> Morgan Stanley (2026), [Evolution of direct lending](#), 02/03/26, par exemple, identifie 5 stratégies de PC en plus du prêt direct : *asset-based finance* (financement d'actifs spécifiques, e.g. de créances/affacturage, d'équipements, d'infrastructures, de biens immobiliers, etc.), dette *mezzanine* (subordonnée), *special situations* (e.g. centrée sur les restructurations d'entreprises), *distressed debt*, et *venture debt*.

<sup>150</sup> Le recours au *payment in kind* (PIK), structure de prêt remboursé intégralement à l'échéance, limite la perception de dividendes donc la capacité des fonds de PC à verser eux-mêmes des dividendes à leurs porteurs.

<sup>151</sup> AIFMD ne décrit pas positivement de stratégie de gestion. Celles-ci, *private equity* compris, et en son sein *Venture capital*, *Growth*, *Mezzanine*, *Multi-strategy* ou *Other* (le *Leveraged BuyOut* n'est pas mentionné) sont à l'appréciation du déclarant. Le PC n'est pas mentionné par la directive. De surcroît, l'appréciation du levier des fonds de finance privée (e.g. *private equity/credit*) est très limitée, les véhicules via lesquels il est susceptible d'être contracté (SPV ad hoc, etc.) faisant l'objet d'exemptions déclaratives (cf. [Grillet-Aubert L. \(2023\)](#)). De façon similaire, Berg T., J. H. Lee (2026); [Measuring counterparty exposures to private credit](#); OFR Brief-26-02; 12/03/26 indique le besoin de croiser les bases de données commerciales avec les données réglementaires (Form PF et Y14) pour identifier les fonds de PC aux États-Unis. On observe enfin des initiatives de régulateurs en cours pour améliorer les collectes (cf. e.g. [UK regulator to toughen private credit reporting](#), Reuters, 14/05/26).

<sup>152</sup> FSB (2025), [Global monitoring report on NBFIs](#), souligne les "*data challenges in statistical and regulatory reporting*" du PC.

<sup>153</sup> Berg T., J. H. Lee (2026) utilisant des données institutionnelles (fonds de pension, assurances) note que certains gros fonds ne sont pas répertoriés par ces bases. De fait, la couverture des bases commerciales est un important facteur de concurrence entre elles.

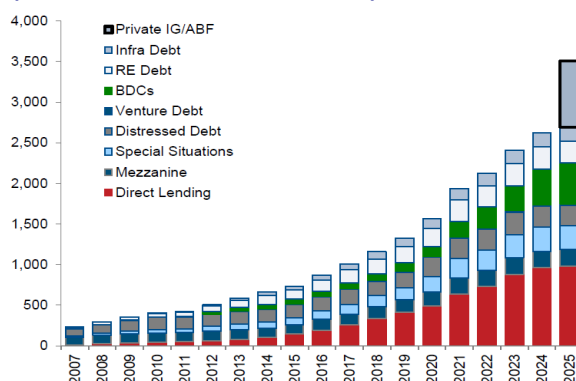
<sup>154</sup> Par exemple, selon JP Morgan une notion "large" de PC incluant les BDC et tenant meilleur compte des effets de levier augmente les estimations d'encours ([Private credit is even larger than you think](#), Financial Times, 17/04/24).

<sup>155</sup> AMF (2025) ; [Etude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non-professionnels](#), jan. souligne que la performance des poches d'actifs financiers non cotés dépend des méthodes de valorisation des actifs sous-jacents qui, en l'absence de transactions (...) reposent sur des hypothèses spécifiques de rendement. EY (2025), [The rise of private debt: navigating valuation challenges](#), Apr. note la sensibilité potentielle de la valorisation des actifs du PC aux taux d'intérêt de marché. Observons ici que la FCA (2025), [Private market valuation practices](#), 05/03/25 rappelle que les "*Accounting standards set requirements for fair value estimates. Firms managing private*

PitchBook évalue ainsi l'encours mondial de PC à 2 600 milliards de dollars fin 2025<sup>156</sup>, et Goldman Sachs à 3 500 milliards de dollars à la même date, tout en soulignant qu'il inclure l'*asset-based finance* et l'*investment grade* ajouterait près de 800 milliards de dollars à l'estimation (Graphique 92)<sup>157</sup>. Aux États-Unis et en Europe, l'encours du PC paraît supérieur à celui des prêts à effet de levier (*leveraged loans*, typiquement syndiqués) ou à celui des obligations *high yield*<sup>158</sup>.

L'encours de PC aux États-Unis atteindrait 1 600 milliards de dollars (dont 1 000 milliards de dollars de prêts directs)<sup>159</sup>. En zone euro, le Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board*, FSB) évoque 550 milliards de dollars d'encours de PC à fin 2024<sup>160</sup>. Selon Preqin, la part de l'Europe dans les levées de fonds mondiales est passée de 23 % en 2024 à 46 % en 2025<sup>161</sup>, suggérant un "rattrapage"<sup>162</sup>. En dépit des événements de marché survenus depuis, plusieurs acteurs continuent d'anticiper une poursuite de la croissance du PC à un rythme soutenu<sup>163</sup>.

**Graphique 92 : Estimation d'encours de PC par Goldman Sachs d'avril 2026**



Source : PitchBook LCD, Preqin, LSEG, BDC Collateral, Goldman Sachs<sup>164</sup>.

assets generally use valuation methods using Level 3 inputs: those that are unobservable, with little or no market activity, as defined by the IFRS 13 and ASC 820 fair value hierarchies", là où selon EY "IFRS distinguishes between equity and debt instruments, with equity measured at fair value under IFRS 13, while debt instruments can be valued either at fair value or amortized cost, depending on the results of the business model test and cash flow test (source : IPEV (2022) [Valuation Guidelines](#))". On note aussi que le rapport final d'IOSCO "[Valuing Collective Investment Schemes, strengthening global standards for fund valuation](#)" du 01/06/26 concerne également les fonds de finance privée. Il rappelle que la valorisation au coût amorti est distincte de la juste valeur (*fair value*), et n'est à utiliser que de façon limitée par les fonds ouverts (OEF) : "In some jurisdictions, certain OEFs are permitted to use the amortized cost method to approximate fair value for certain types of debt assets with low residual maturity" (e.g. "60 days or less in the U.S.") et sous réserve que la "responsible entity (...) continues to monitor for any material deviations between amortized cost and what might otherwise be the fair value". Un encadré spécifie les implications pour les "OEF exposures to illiquid and private assets". Au-delà des seuls fonds ouverts, la section "Stale or inaccurate valuations" précise que "Stale or inaccurate valuation is a risk especially for illiquid assets, including private market assets (...)".

<sup>156</sup> Croissance annuelle de 15 % par an (triplement de l'encours depuis 2019) avec un rattrapage de l'Europe sur la période récente.

<sup>157</sup> Aldasoro I., S. Doerr, K. Todorov (2025); [Retail investors in private credit](#); BIS Bulletin n°106; 09/07/25 mentionne "plus de 2,5trn\$" d'encours. FSB (2025) donne une fourchette d'estimation de 1,5trn\$ à 2,0trn\$. M. Arougheti d'Ares (cité par Goldman Sachs) fait état de "presque 4 trn\$".

<sup>158</sup> Goldman Sachs, [Top of Mind: Cracks in private credit](#); 28/04/26 – estimation de Goldman Sachs GIR utilisant des données de Preqin, Cliffwater, Federal Reserve Board, Haver, Bloomberg, PitchBook LCD, Morningstar/LSTA. IMF (2024) notait déjà que les financements de PC excédaient ceux des prêts à effet de levier et des obligations high yield aux États-Unis.

<sup>159</sup> Sources : Cliffwater, PitchBook, cités par Apollo (2025), [Private Credit: Fact vs. fiction](#) du 11/12/25, selon qui 60 % de l'encours est détenu par des BDC (public+private). En avril 2026, Moody's évalue le marché du *direct lending* aux États-Unis à 1 300 ou 1 400 milliards de dollars. Au-delà, selon H. Marks d'Oaktree cité par Goldman Sachs, "the direct lending market, which didn't exist in its current form before 2011 is approaching \$2tn today".

<sup>160</sup> Preqin (2025) estime à environ 500 milliards de dollars l'encours pour l'ensemble de l'Europe.

<sup>161</sup> Preqin (2025). Estimation sur la base des données disponibles pour les trois premiers trimestres de 2025.

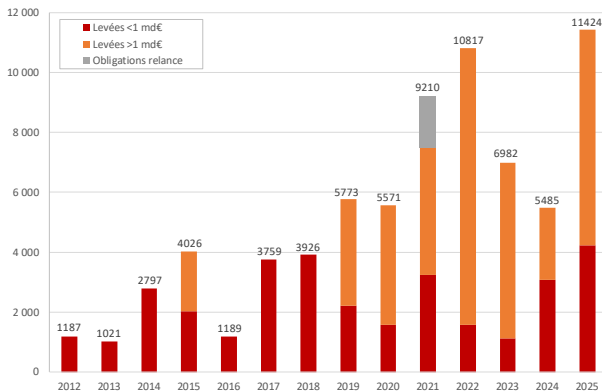
<sup>162</sup> L'encours des États-Unis, a plus que triplé depuis 2019, suivi par la zone euro et le Royaume-Uni, dont la croissance annuelle est moindre mais à deux chiffres. L'Europe représentait 19,1 % de l'encours aux États-Unis en 2010, 46,7 % en 2024 selon Morgan Stanley (2026) (données Preqin). Le "rattrapage" de l'Europe est, selon PitchBook (2025), plus prononcé encore sur le segment des prêts *middle market*. Preqin (2025) indique aussi que : "During 2025, 60% of capital was raised by North America-focused funds versus 74% in 2024. Much of the remaining share of fundraising went to Europe, which represented 36% of total fundraising in 2025, up from 21% in 2024". Pour autant Preqin (2025) prévoyait à moyen terme une croissance des encours supérieure à celle de l'Europe aux États-Unis.

<sup>163</sup> E.g. McKinsey (2025), [Global private markets report 2025](#), déc.; Goldman Sachs (2026), [Outlook for private credit amid rising market stress](#); 26/03/26 ; JP Morgan (2026), [Private credit still earns its place in portfolios—with the right approach](#); 16/04/26 soulignent les motifs d'une poursuite de la croissance du secteur.

<sup>164</sup> Goldman Sachs, Top of Mind: Cracks in private credit, 28/04/26.

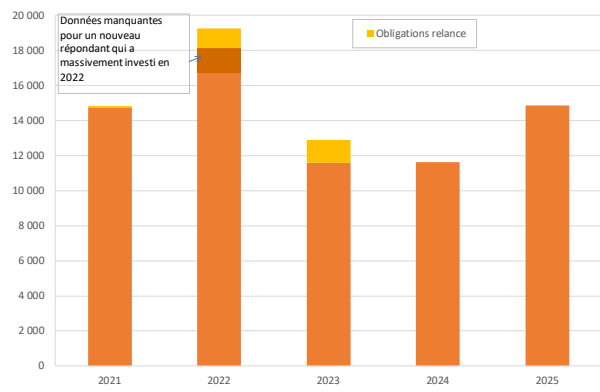
Avec la forte incertitude pesant sur l'évolution des taux d'intérêt les levées de capitaux mondiales sont passées de 195 milliards de dollars en 2024 à 161 milliards de dollars en 2025, un plus bas depuis 2019. Ses rendements sont restés supérieurs à ceux du *private equity*. À l'inverse, selon France Invest, le capital levé par les fonds français de PC a atteint 11,4 milliards d'euros en 2025, soit plus du double des montants levés en 2024 (Graphique 93) et l'investissement<sup>165</sup> a atteint 14,8 milliards d'euros (+ 28 %) (Graphique 94). Une collecte de données ad-hoc de l'AMF a indiqué que 16 milliards d'euros de prêts avaient été octroyés par 38 sociétés de gestion françaises.

**Graphique 93 : Levées de capitaux par les fonds français de dette d'entreprise (millions d'euros)**



Source : France Invest. Note : levées de fonds gérés en France.

**Graphique 94 : Investissements en France des fonds dette d'entreprises (%)**



Source : France Invest. Note : activité en France des fonds français et étrangers. Source : PitchBook (2026).

**□ Des tensions sur le marché du PC aux États-Unis ont induit une vague de rachats au premier trimestre**

Aux États-Unis, les faillites des sociétés Tricolor et First Brands à l'automne 2025 ont révélé des fraudes<sup>166</sup>, et soulevé un débat sur la gestion des risques et la transparence du PC<sup>167</sup>. Toujours aux États-Unis, certains fonds phares de PC, ont été confrontés à des vagues de retraits au premier trimestre 2026 (Graphique 95). Ces retraits ont surtout affecté des véhicules ouverts aux particuliers, notamment des BDC<sup>168</sup>. L'activation de mécanismes de gestion de la liquidité a toutefois étalé ces retraits dans le temps. La totalité des demandes n'ayant pas été honorée<sup>169</sup>, une partie d'entre elles est restée en attente de nouvelles fenêtres de rachat. Le repli des investisseurs s'est aussi traduit par d'importantes décotes des BDC listées par rapport à leur NAV (Graphique 96). Cependant,

<sup>165</sup> Fonds français et étrangers.

<sup>166</sup> Notons une faillite de même nature au Royaume-Uni, celle de Market Financial Solutions (MFS), un fournisseur de prêts hypothécaires spécialisés, qui a fait l'objet d'une procédure d'insolvabilité devant un tribunal britannique en février 2026, laissant derrière elle une dette d'environ 1,3 milliard de livres sterling, sur fond d'allégations de mauvaise gestion.

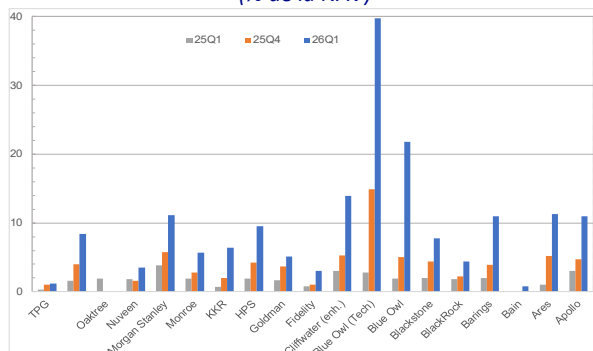
<sup>167</sup> Par exemple, selon Addleshaw Goddard LLP (2025), [Lessons from Tricolor and First Brands](#), 22/12/25, même s'il s'est agi de cas spécifiques qui ont aussi touché les marchés du crédit traditionnels (obligataires, des prêts syndiqués), ces faillites ont révélé des limites de la capacité du PC à évaluer la qualité de crédit (des défauts de mise en œuvre des clauses protectrices des prêts (*covenants*) et la faiblesse des notations de crédit privées de certains agences incitées à noter favorablement.

<sup>168</sup> Créés en 1980, les BDC sont des fonds fermés visant à stimuler la croissance, investissant 70 % au moins de leur actif, typiquement avec effet de levier (plafonné à deux fois l'encours), en PME (capitalisation de moins de 250 millions de dollars) et sociétés en difficulté américaines, donc en actifs (surtout des créances) de faible qualité de crédit. On distingue : i) les BDC cotées (*publicly traded*) ; ii) les BDC non cotées (*non-traded*) offerts au public (par des courtiers), parfois perpétuels/*evergreen*, en général "semi-liquides", c'est-à-dire offrant des fenêtres de rachat périodiques assorties de plafonds de rachat trimestriels à 5 % de l'actif du fonds, et iii) les BDC "privés" (*private*) surtout institutionnels. Les BDC sont aussi accessibles via des ETF. Stimulés par la distribution aux particuliers, les BDC ont vu leur encours croître fortement pour atteindre près de 500 milliards de dollars en 2025 selon S&P. Très sensibles aux taux d'intérêt, ils sont très risqués, les pertes étant le cas échéant amplifiées par le levier. Les BDC non cotés/ perpétuels ont largement concentré la vague de rachats. Les BDC cotés, très exposés au secteur des logiciels, ont connu des baisses de cours, très en-deçà de la valeur de leur actif net (NAV).

<sup>169</sup> Le Financial Times, [The \\$20bn+ exodus from private credit](#), 10/04/26, considérant des fonds gérant près de 300 milliards de dollars d'actifs, évalue les demandes de rachat à 20,8 milliards de dollars sur la période. Bloomberg (*Trapped in PC, investors wait to pull out 5 bn\$*), évaluait les retraits d'une douzaine de fonds à 13 milliards de dollars le 26/03/26, et estimait alors qu'un tiers des demandes de rachat n'avaient pas été honorées. Blue Owl Capital a suspendu définitivement les rachats trimestriels des parts du fonds OBDC II (1,6 milliards de dollars). Les demandes de rachat adressées aux fonds Apollo Debt Solutions (à hauteur de 12 % des 25 milliards de dollars d'encours), Ares Strategic Income (12 % de 22 milliards de dollars), BlackRock HPS Corporate Lending (9,3 % de 26 milliards de dollars) n'ont été honorées qu'à hauteur de 5 % de l'actif des fonds (*gates*). Blackstone (fonds BCRED), toutefois, a honoré toutes les demandes de rachat.

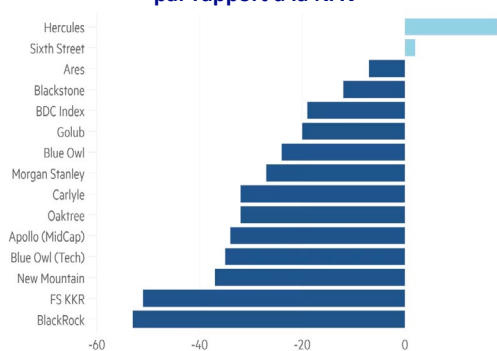
l'impact de la décollecte a été atténué par de multiples levées de fonds et un intérêt renouvelé d'investisseurs institutionnels pour le PC sur la période<sup>170</sup>.

**Graphique 95 : Demandes de rachat trimestrielles**  
(% de la NAV)



Source : FT research, cité par "Investors sought to pull \$20bn from PC funds in Q1", Financial Times du 09/04/26. Note : déclarations des entreprises relatives à un échantillon de fonds représentant 300 milliards de dollars d'encours.

**Graphique 96 : BDC cotées : décote par rapport à la NAV**



Source : Raymond James, Financial Times "Investors ditch private credit funds on rising worries over bad loans" 04/03/26.

Ces rachats ont été en partie liés aux craintes induites par la hausse générale des coûts de financement du PC<sup>171</sup> et par la baisse progressive de la qualité de crédit des entreprises financées. Plus spécifiquement, ils ont aussi été dus à des questionnements sur le *business model* des sociétés du secteur des logiciels, remis en cause par les progrès de l'IA, qui a entraîné des réévaluations des prêts octroyés<sup>172</sup>. Ce secteur, auquel le PC est très exposé<sup>173</sup>, va faire face, en outre, à d'importantes échéances de refinancement ("mur de la dette")<sup>174</sup>. Enfin, ces motifs se sont doublés d'interrogations sur le PC lui-même, sur sa valorisation des actifs et sa capacité à les liquider, donc à tenir des promesses de performance<sup>175</sup>. La remise en question du PC s'est aussi traduite par une chute des cours des principaux acteurs cotés du PC<sup>176</sup>, un impact boursier qui s'est encore étendu aux valeurs du secteur de l'assurance-vie, et même bancaire, liés de façon croissante au PC<sup>177</sup>.

En Europe, où les BDC sont absentes, le PC n'a pas connu de vague de rachat similaire. Les perspectives du PC y sont toutefois aussi affectées par les risques pesant sur les conditions de crédit.

### □ Des risques liés à l'endettement, à la liquidité et la valorisation, et aux interconnexions

#### Risques liés à l'endettement et au levier

Par nature, le PC est vulnérable aux évolutions adverses de la conjoncture qui affecteraient à la fois l'actif des fonds, en dégradant la qualité de crédit des entreprises financées, et leur passif, via une hausse de ses coûts de financement.

Le PC a souvent mis en avant ses faibles taux de défaut, or une dégradation progressive de la qualité de crédit est aujourd'hui notée, à l'aune, notamment, d'une hausse de la proportion des crédits les moins bien notés<sup>178</sup>, de

<sup>170</sup> Certains investisseurs ont vu dans l'évolution de marché des opportunités d'investir : notamment, PIMCO a acheté 400 mn\$ d'obligations émises par Blue Owl Capital, et "22 BDC funds received \$868 mn in 26Q1, the biggest ever". L'article note aussi que l'ETF State Street IG Public & Private Credit ETF a collecté près de \$700 mn\$ au 2026T1.

<sup>171</sup> Le Financial Times ([Private credit faces strain as borrowing costs edge higher](#), 21/04/26 et [JP Morgan marking down loan portfolios of private credit groups](#) 11/03/26) relève notamment la dépréciation par JP Morgan de prêts garantissant les emprunts de fonds de PC auprès de la banque.

<sup>172</sup> Cf. e.g. Morningstar (2026), [Private software companies face increased competition in shift toward AI](#), 19/02/26 et [Private credit's software lending meets AI disruption](#), Bulletin trimestriel de la BRI du 16/03/26.

<sup>173</sup> Selon Bruce Richards de Marathon AM (cité par Goldman Sachs), "3% of the high yield bond market is software loans versus 13% of the broadly syndicated loan market and a whopping 23% of the private credit market". Selon Moody's, "Software and related exposures account for some 25% of BDC holdings, according to Pitchbook LCD data. In Europe, software and integrated technologies is the largest sector, also accounting for some 25% of new issuances in the last 12 months".

<sup>174</sup> Selon Moody's (citant PitchBook LCD), 8,8 % des prêts des BDC au secteur Software & IT échoient en 2027, 18,5 % en 2028, 20,8 % en 2029.

<sup>175</sup> Cf. e.g. Moody's (2026), [Volatility will intensify focus on liquidity, transparency](#), 11/04/26.

<sup>176</sup> Au premier trimestre 2026, les actions de Blue Owl Capital ont perdu près de 50 % de leur valeur, celles d'Ares 43 %, celles de Carlyle, KKR, Blackstone et Apollo entre 28 % et 32 %. Des dérivés ont d'ailleurs permis de parier sur ces difficultés du PC (Financial Times, [Wall Street banks start trading derivatives to bet on pain in private credit](#), 17/04/26).

<sup>177</sup> Financial Times, [Private credit exposure turns investors away from US life insurers](#), 14/04/26.

<sup>178</sup> Moody's (2026) l'observe entre 2020 et 2025 pour les crédits Caa1 et inférieurs.

l'endettement des entreprises cibles<sup>179</sup>, et surtout des défaillances d'entreprises émettrices de dette à effet de levier<sup>180</sup>. En 2026, le FSB souligne lui-aussi la détérioration de la qualité de crédit. Selon Fitch Ratings, le taux de défaut du *middle market* aux États-Unis a atteint 10,0 % au premier trimestre 2026 (contre 9,2 % au trimestre précédent, et seulement 3,0 % fin 2022), et 5,7 % pour l'ensemble du PC. De surcroît, le risque de crédit tend à être masqué par la gestion bilatérale proactive qu'en fait le PC, qui évite les défauts au sens comptable<sup>181</sup>. Les ajustements du revenu comptable (*EBITDA add-backs*) par les emprunteurs/sponsors, destinés à éviter d'activer certaines clauses de prêt (*covenants*), peuvent en effet réduire la lisibilité de l'information comptable. Les conversions de prêts d'entreprises en difficulté (*distressed exchanges*) préservent aussi l'activité là où, en temps normal une liquidation prendrait acte d'une destruction de valeur. En mars 2026, [Fitch Ratings](#) note en effet que "*realized lender losses were minimal due to deferred payments and extended maturities*". La relative faiblesse des taux de défaut provient donc aussi de l'usage d'une notion restrictive du défaut<sup>182</sup> fondée sur les retards de paiement et procédures de faillite mais excluant les conversions en *payment-in-kind* (PIK, capitalisant le paiement d'intérêts) de prêts payant intérêt au comptant et les reports d'amortissements ou d'échéances, des "défauts sélectifs" en hausse marquée<sup>183</sup>. Ajoutons enfin que la détérioration du crédit ne se limite pas aux États-Unis, et qu'elle est plus globalement attestée par une hausse de la part des crédits les moins bien notés (Caa1 et en dessous), et, depuis 2020, au recours aux prêts PIK<sup>184</sup> (Moody's, 2026).

La finance privée cumule des risques d'endettement à plusieurs niveaux. Celui des sociétés cibles (e.g. de LBO) et autres actifs (e.g. titrisations bancaires) financés par les fonds, celui des fonds de *private equity* qui les détiennent (en général porté par des structures ad hoc, holding ou SPV), celui des fonds de PC eux-mêmes (via les lignes de crédit court terme ainsi qu'aux crédit de plus long terme (NAV *financing*) qu'il contractent par exemple auprès des banques), le cas échéant celui porté par les investisseurs des fonds. La matérialité de ces risques reste mal évaluée dans sa globalité, les expositions à ces différentes formes de levier ne faisant pas l'objet d'un *reporting* adapté aux autorités compétentes<sup>185</sup>. Pour autant, ces multiples sources d'endettement seraient de nature à accroître la procyclicité d'un dénouement des positions si un désendettement devait survenir. Ce risque est aujourd'hui amplifié par la concentration des expositions, notamment dans le secteur de l'IA. Un défaut pourrait donc avoir plus d'impact.

### Risques de liquidité, de valorisation, et distribution aux particuliers

Les fonds de PC font structurellement face à des enjeux de gestion de liquidité, et peuvent être confrontés aux difficultés suivantes :

- durcissement des conditions de (re)financement au passif (si les banques qui les financent deviennent plus sélectives, que les taux d'intérêt montent, etc.) – surtout lorsque les fonds sont leveragés ;
- dégradation de la qualité de crédit des financements octroyés à l'actif, qui n'est pas nécessairement immédiatement reflétée dans les valorisations (*staleness*). Cela peut impliquer des décotes importantes en cas de cession d'actifs (cf. exemples récents de ventes forcées de *loans* à prix dégradés par certaines BDC aux US).

La simultanéité de ces effets peut créer un décalage actif-passif (*asset-liability mismatch*) susceptible d'amplifier leurs impacts isolés.

Une perspective prudentielle peut favoriser une perception binaire de la liquidité, limitée aux fonds ouverts. Un examen des risques pertinents semble donc inviter à élargir le champ de l'analyse des risques associés.

---

<sup>179</sup> Cf. e.g. FSB (2026).

<sup>180</sup> ECB (2017), [Guidance on leveraged transactions](#), mai, définit en Europe la dette à effet de levier, i.e. comme émission par des entreprises contrôlées par des fonds de *private equity* et/ou un ratio d'endettement (dette/EBITDA) supérieur à 4.

<sup>181</sup> Selon Fitch, la détérioration de la qualité des actifs n'a guère affecté la performance des CLO *middle market*, notamment du fait de la capacité des gestionnaires à gérer activement les actifs de leur portefeuille et des exigences des CLO en matière de maintien de la qualité des garanties.

<sup>182</sup> Selon le FSB (2026) "*Default rates, while generally low, show an upward trend when broader measures of financial stress, such as selective defaults and distressed exchanges, are considered*".

<sup>183</sup> Bukhari Z. (2025), [Private credit: The rising 'defaults'](#), S&P Global Market Intelligence, 04/08/25 observe une hausse alarmante des défauts de paiement sélectifs, qui ont dépassé les défauts de paiement conventionnels dans un rapport de 5:1 en 2024, sous l'effet de la flexibilité des clauses de prêt et des conversions au PIK. Proskauer (2025) fait un constat similaire concernant les "*Events of default*" en Europe.

<sup>184</sup> S&P Global (2025) note en particulier une hausse de la part des revenus des BDC (publiques et privées) liés aux PIK au cours de l'année 2025.

<sup>185</sup> Le *reporting* des fonds alternatifs d'AIFMD ne couvre pas les véhicules (e.g. SPV, holdings) susceptibles de porter l'endettement des fonds.

L'illiquidité des actifs induit un risque de décalage de la valeur liquidative, voire de revalorisation brutale des actifs<sup>186</sup>. L'AMF a examiné en 2025 les risques fonds d'actifs non cotés commercialisés aux particuliers<sup>187</sup>. Elle a dans ce cadre rappelé les exigences de valorisation (*fair value*) et réaffirmé les principes comptables d'IFRS 13<sup>188</sup>. Elle a enfin insisté sur le fait que les arguments commerciaux mis en avant devaient être clairs, exacts et non trompeurs, et en particulier que les performances historiques vantées aux investisseurs particuliers devaient se rapporter à des fonds comparables (et non à des fonds professionnels structurellement différents). La question de la valorisation est d'autant plus cruciale qu'elle est associée à des conflits d'intérêt, typiquement entre clients particuliers et institutionnels.

L'extension de l'offre aux particuliers s'accompagne aussi de nouveaux enjeux de compréhension du risque de liquidité par les clients finaux. La distribution aux particuliers (*retailisation*) a constitué un relais de croissance significatif du PC, notamment aux États-Unis, où leur détention de parts de BDC s'élève à 280 milliards de dollars, soit 13 % du PC<sup>189</sup>. En Europe, le développement est moins avancé. En effet, à fin 2025, 268 ELTIF totalisaient 34,5 milliards d'euros d'encours, enregistrant ainsi une hausse de 55 % en un an<sup>190</sup>. 73 ELTIF étaient domiciliés en France, pour 7,7 milliards d'euros de NAV (49 de ces fonds étaient ouverts aux particuliers totalisant une NAV de 4,9 milliards d'euros). Selon l'agence Scope Fund Ratings, la France serait le premier pays de commercialisation d'ELTIF (en nombre de fonds), devant l'Italie. À cette date, l'encours des ELTIF distribués en France était de 14,1 milliards d'euros, dont 5,9 milliards d'ELTIF ouverts aux particuliers.

### Risques liés aux interconnexions

Le PC est vecteur d'importantes interconnexions, en particulier transfrontalières et trans-sectorielles.

La BCE<sup>191</sup> indique que les investisseurs de la zone euro allouent environ 60 % de leurs investissements de crédit privé à des fonds étrangers et que les entreprises non financières de la zone euro reçoivent environ 70 % de leurs financements de crédit privé de fonds hors zone euro. L'activité des sociétés de gestion, souvent implantées internationalement, est aussi éminemment transfrontalière. Les SGP tendent à domicilier les fonds dans des "hubs" pour les distribuer dans plusieurs juridictions, et à mettre en œuvre leurs stratégies via des véhicules (*holdings*, SPV) situés, surtout pour des raisons fiscales, dans des centres *offshore*<sup>192</sup>.

Les expositions des banques sont liées au financement qu'elles apportent aux fonds de finance privée. Au niveau agrégé, des estimations sur la base de données commerciales situent l'encours des prêts bancaires aux fonds de crédit privé à 268 milliards de dollars à fin 2023<sup>193</sup>. Aux États-Unis, les prêts des banques aux fonds de *private credit* étaient estimés à 200 milliards de dollars en 2021 par la Federal Reserve, soit moins d'un pourcent de l'actif total des banques<sup>194</sup>. Cependant, ces estimations sont sensibles au périmètre retenu. Plus récemment, le FSB<sup>195</sup> fait état d'expositions de moitié moindres en 2024, dont une partie consiste, de surcroît, en lignes de crédit ouvertes mais non encore appelées<sup>196</sup>. En Europe, les lignes de crédit des banques appelées par les fonds sont évaluées à

---

<sup>186</sup> Aux États-Unis, on note par exemple que l'annonce le 26/01/26 par une BDC de BlackRock d'une révision à la baisse de 19 % de la valeur de ses actifs a fait chuter le cours de ses parts de 13 %, induisant des dépôts de plaintes d'investisseurs et l'examen des pratiques d'évaluation concernées par le procureur de l'État de New York (Fortune.com, [Blackrock private credit fund's valuations are probed by the DoJ](#) 17/05/26).

<sup>187</sup> Etude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non-professionnels

<sup>188</sup> [Recommandation AMF 2025-08](#).

<sup>189</sup> Aldasoro I., S. Doerr, K. Todorov (2025); [Retail investors in private credit](#); BIS Bulletin n°106; 09/07/25. La source indique aussi que les BDC représentent 20 % du marché du PC aux États-Unis et que les particuliers peuvent depuis début 2025 investir via des ETF de crédit privé.

<sup>190</sup> Les Fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF) visent à faciliter le financement des entreprises, y compris via l'investissement dans leur émissions de titres non cotés. La révision du cadre européen en 2024 (ELTIF 2, cf. cartographies des risques de l'AMF précédentes) a favorisé cet essor des encours. Source : Scope (2026); [ELTIF study 2026 - Market overview and outlook](#) du 16/04/26. Selon cette source, 37,5 % des encours en France sont alloués aux fonds d'infrastructure, 36,0 % à ceux de dette privée et 19,5 % à ceux de *private equity*.

<sup>191</sup> [ECB-Stress in global private credit markets and its implications for euro area financial stability](#), ECB 19/05/26.

<sup>192</sup> Une SGP comme Ardian, par exemple, situe ses activités de PC au niveau européen. La plupart de ses fonds en Europe sont de droit luxembourgeois même si ses activités de gestion sont en bonne partie situées en France.

<sup>193</sup> HKMA (2025), [Assessing the role of banks in the private credit sector: Evidence from bank loans provided to private credit lenders](#), Jan.

<sup>194</sup> Source : FMI (2026).

<sup>195</sup> Berrospide J., F. Cai, S. Lewis-Hayre, F. Zikes (2025); [Bank lending to private credit: Size, characteristics, and financial stability implications](#); FEDS Notes; May. Buchak G., G. Matvos, T. Piskorski, A. Seru (2024); The secular decline of (US) bank balance sheet lending; NBER 32176

<sup>196</sup> On note que plusieurs grandes banques ont fait état de plus d'un total de 120 milliards de dollars d'expositions au crédit privé aux États-Unis, notamment via des prêts aux BDC, lors de leur publication de résultats au 26T1.

63 milliards. Ces montants représentent une faible part de l'actif des banques, mais est surtout concentré par certaines d'entre elles. Les prêts des banques aux fonds consistent en lignes de crédit à court terme (*subscription lines* ou SCL) mais peuvent aussi consister en crédits à plus long terme, typiquement en prêts sécurisés par l'actif des fonds (*NAV financing*). De façon intéressante, les prêts bancaires aux fonds de *private credit* semblent bénéficier d'un traitement prudentiel plus avantageux que les prêts directement octroyés aux sociétés financées par ces fonds (FSB, 2026).

Des interconnexions capitalistiques sont également identifiées par le FSB<sup>197</sup>, qui fait état d'une multiplication des accords de financement et des partenariats stratégiques entre banques et sociétés de gestion de *private finance*. Elles peuvent notamment investir dans les actifs émis par les banques, typiquement en titrisations bancaires. En Europe, l'EBA identifie les fonds de PC comme les premiers investisseurs en titrisations synthétiques, avec une détention du tiers des 500 milliards d'euros de SRT. Un risque de circularité est évoqué, qui verrait les fonds financés par les banques refinancer les banques par leurs achats d'actifs.

Enfin, les banques sont également susceptibles d'acquérir des actifs émis par les fonds de PC (e.g. des parts de tranches senior de CLO recyclant leurs prêts).

De leur côté, les assureurs et fonds de pension sont d'importants investisseurs en PC, y compris via des co-investissements. En 2020, ils représentaient 86 % des investissements dans les fonds de PC, et 75 % de ceux dans les fonds de *private equity*<sup>198</sup>, dont le PC, pour l'essentiel, finance les sociétés cibles. Globalement, l'investissement des assureurs-vie en PC dépasse 1 000 milliards de dollars<sup>199</sup>. Différents axes de développement se sont formés parmi les plus gros acteurs, Blackstone s'étant spécialisé dans la gestion pour compte de tiers de portefeuilles de compagnies d'assurance, tandis qu'Apollo ou KKR ont opté pour des rapprochements capitalistiques, en acquérant et développant des filiales d'assurance qui investissent dans la dette du marché privé<sup>200</sup>. L'impact sur les allocations des assureurs est significatif. Fin 2024, les assureurs liés au capital-investissement investissaient 27 % de leurs portefeuilles en titres structurés, contre environ 12 % pour les autres grands assureurs<sup>201</sup>.

Le capital investissement prend aussi le contrôle d'engagements d'assureurs via des accords dits de "réassurance financés" (*funded reinsurance arrangements*), qui lui transfèrent des risques d'assureurs de façon sécurisée (collatéralisée par des actifs). En vertu de ces accords, un (ré)assureur, souvent lié au capital-investissement, transfère par bloc à une société de gestion ses risques d'investissement et d'assurance relatifs à un flux de trésorerie à long terme (e.g. versement de pensions). Celle-ci investit ces fonds provenant de primes d'assurance pour le compte du (ré)assureur typiquement en dette privée structurée, on parle alors de "réassurance à forte intensité d'actifs".

### 3.5. ETF : UN MARCHÉ EN FORTE CROISSANCE EN 2025

#### 3.5.1. Une nouvelle année de croissance record des encours d'ETF

L'encours mondial des fonds cotés en bourse (*exchange-traded funds*, ou ETF)<sup>202</sup> a crû de 17,7 % en 2025 pour s'établir à 16 300 milliards d'euros, grâce en particulier au dynamisme ininterrompu de la collecte nette qui a atteint 2 000 milliards d'euros sur l'année, soit 19,3 % de plus qu'en 2024 (Graphique 97 et Graphique 98). La collecte des ETF a donc dépassé pour la première fois<sup>203</sup>, et de beaucoup celle des non-ETF, elle-même en baisse prononcée (-40,0 % par rapport à 2024 avec seulement 1 100 milliards d'euros). Cette tendance est en partie liée à un "rattrapage" du marché européen (collecte de 348,2 milliards d'euros en 2025, soit 33,6 % supérieure à celle

<sup>197</sup> FSB (2026), Report on vulnerabilities in private credit, May.

<sup>198</sup> Graphique 3 de Bank for International Settlements (2021) ; [The rise of private markets](#) ; BIS Quarterly Review ; sur la base des sources suivantes : Bloomberg ; PitchBook ; rapports des sociétés ; calculs des auteurs.

<sup>199</sup> IAIS (2025) ; [The transformation of the life insurance industry: systemic risks and policy challenges](#), Nov. Selon Meisenzahl R., J. Overpeck, A. Polacek (2025) ; [Life insurers' private credit investments and annuity market share capture](#) ; Chicago Fed Working Paper 2025-09, il a atteint 849 milliards de dollars en 2024 aux États-Unis, plus du double de 2014 et près de la moitié des encours du secteur (1 800 milliards de dollars).

<sup>200</sup> [How Blackstone and its biggest rivals are drifting apart](#), Financial Times 03/06/25.

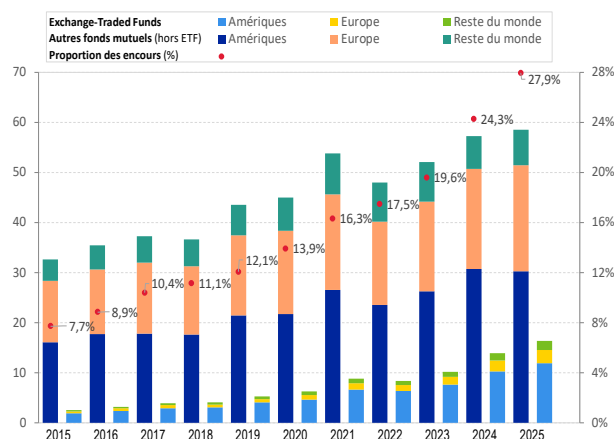
<sup>201</sup> BIS (2025), [The transformation of the life insurance industry: systemic risks and policy challenges](#), Oct.

<sup>202</sup> Les statistiques de l'IIFA/EFAMA mentionnées couvrent les fonds de gestion collective ouverts et régulés (agrés et dotés d'un prospectus), en l'espèce principalement des *mutual funds* aux États-Unis et des OPCVM européens.

<sup>203</sup> En omettant l'année 2022, où les fonds de gestion collective hors-ETF avaient décollecté, mais pas les ETF.

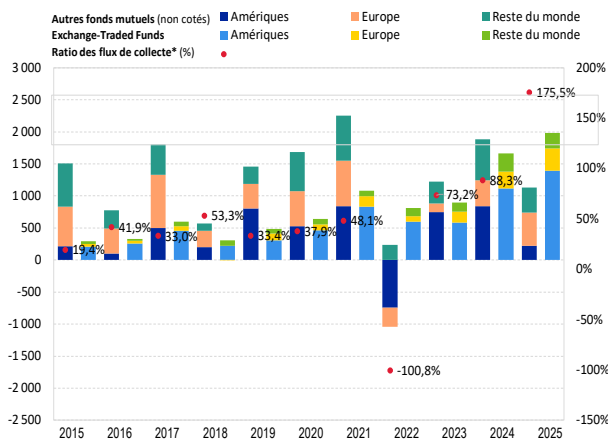
de 2024) et du reste du monde par rapport aux États-Unis, mais elle est surtout tirée par l'importance de la collecte aux États-Unis (1 400 milliards d'euros, +24,9 %), qui y a éclipsé celle des fonds mutuels hors ETF (236 milliards d'euros, -73,1 %) <sup>204</sup>. Si les ETF ne représentent encore que 28,2 % de l'encours des non-ETF à fin 2025 aux États-Unis, la substitution est tendancielle et les ETF constituent désormais une norme de marché.

**Graphique 97 : Encours des ETF domiciliés en Europe (milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)**



Source : EFAMA.

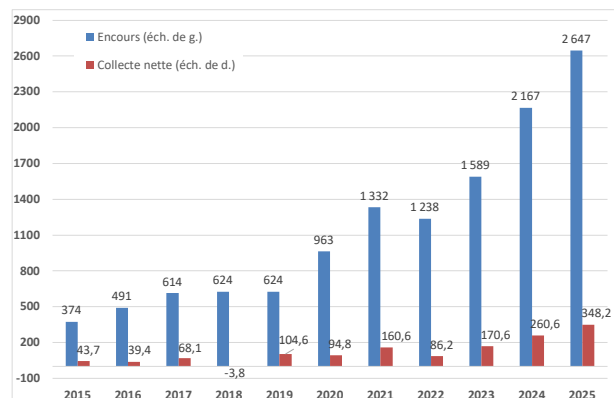
**Graphique 98 : ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux (milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)**



Source : EFAMA.

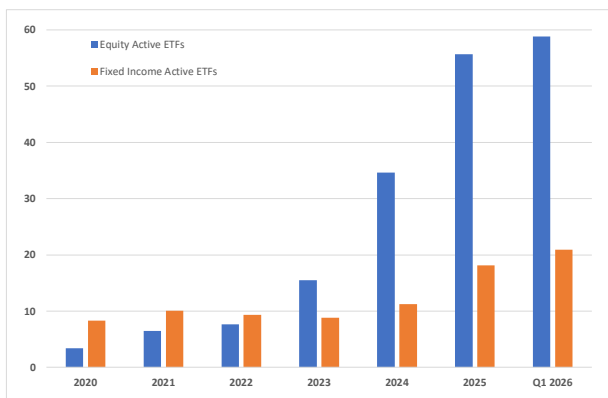
Le dynamisme du marché européen est attesté par un record de contribution de la collecte à la croissance des encours (Graphique 99). De plus, la commercialisation d'ETF UCITS s'étend au-delà des frontières de l'Europe <sup>205</sup>, là où la distribution internationale des ETF américains semblerait freinée par certains facteurs comme par exemple la dénomination en dollars et la nécessité de procéder à une distribution de revenus au moins une fois par an, laquelle est soumise à une retenue à la source de 30 % <sup>206</sup>. Les ETF UCITS européens bénéficient de la possibilité d'offrir des classes d'actions en plusieurs devises, avec ou sans accumulation de revenus, couvertes ou non contre le risque de change. Le développement du marché européen provient aussi du rythme très soutenu de l'innovation.

**Graphique 99 : Encours et flux de collecte nets des ETF en Europe (milliards d'euros)**



Source : EFAMA.

**Graphique 100 : Encours des ETF actifs "Actions" et "Obligataires" en Europe**



Source : Morningstar. Note : les autres catégories (mineures) d'ETF sont "Alternative", "Allocation", "Money market" et "Real asset".

<sup>204</sup> NB : en 2025 la SEC a permis d'ajouter des classes de parts d'ETF aussi aux fonds de gestion active (ICI, [ETF Share class relief: A major step forward](#), 08/10/25), facilitant les conversions (prolongeant celles déjà observées) de *mutual funds* en ETF. Une demande de conversion des *separately managed accounts* (SMA) en ETF est aussi exprimée (cf. e.g. BBH, [SMA to ETF conversions-An opportunity in 2026](#), 24/02/26).

<sup>205</sup> Par exemple, Amundi, indique "développer et adapter [son] offre d'ETF UCITS en Asie et en Amérique latine pour répondre à la demande locale" et qu'en 2025, "environ 30 % de la collecte a été réalisée hors d'Europe" Amundi, [Nous renforçons notre leadership sur le marché européen des ETF avec 46 md€ de collecte en 2025](#), 17/02/26.

<sup>206</sup> Notons toutefois à l'inverse que la SEC a ouvert aux *mutual funds* américains la possibilité de créer des classes de parts ETF en septembre 2025 – cf. e.g. ICI, [ETF share class relief: A major step forward and making sense of what's next](#), 08/10/25.

### 3.5.2. L'innovation continue de repousser les limites du concept d'ETF

L'innovation accélérée sur le marché des ETF continue de démultiplier des produits qualifiés d'ETF, sous l'effet d'un *marketing* puissant qui accompagne la croissance du marché, et a ôté toute spécificité à cette notion. La promotion d'ETF innovants éloigne d'un concept initialement associé aux fonds de gestion collective (*mutual funds*, UCITS) répliquant des indices actions de *blue chips* diversifiés, pour ne plus partager qu'une seule caractéristique : ce sont des produits cotés.

L'innovation s'observe d'abord aux États-Unis, où elle est soutenue par des autorités. Elle se décline avec plus de freins réglementaires en Europe, notamment pour les ETF UCITS. La SEC américaine elle-même s'interroge toutefois aujourd'hui sur les limites de cette innovation : "*Novel products raise novel questions, and I appreciate the willingness fund sponsors have shown in delaying the effectiveness of a number of novel ETFs, including event contract ETFs, while we consider the implications*". (P. Atkins [Statement on Novel ETFs](#), 20/05/26).

Plusieurs axes d'innovation peuvent être identifiés, souvent justifiés par l'objectif de "démocratiser l'accès" à des marchés, jusqu'alors réservés aux investisseurs institutionnels, qui consistent à :

- Intégrer des stratégies dans la structure des ETF, souvent à l'aide de dérivés, y compris optionnels. Cela comprend, par exemple :
  - Des stratégies de gestion alternative (*hedge funds*), telles que la réplique passive de stratégies systématiques ou quantitatives, ou encore de stratégies de gestion active (e.g. de *managed futures*),
  - Des *Single Stock* ETF, dont le nom révèle l'absence de diversification, mais masque le recours fréquent à l'effet de levier, l'exposition à la performance inverse, voire l'utilisation de stratégies optionnelles<sup>207</sup>,
  - Dernièrement, des stratégies référencées à des produits structurés (e.g. *autocalls*), ainsi que des expositions aux marchés de prédiction.
- Répliquer la performance de classes d'actifs jusqu'alors réputées inadaptées pour les ETF du fait de leur illiquidité : la finance privée (*private equity* et *private debt*) ou les CLO (*collateralized loan obligations*).
- Centrer les expositions sur certains thèmes d'investissement. Ces thématiques peuvent être d'ordre très divers<sup>208</sup>, et sont souvent liées à la technologie (e.g. à l'IA).

---

<sup>207</sup> "Single-stock ETFs are for "active traders who are looking to make very short-term, higher-conviction trades" while understanding that the funds are "reset on a daily basis" ([Single-stock ETFs: 'We're going to see this entire ETF category absolutely explode'](#), Market Watch 19/08/22).

<sup>208</sup> Exemples de thématiques d'ETF : "Eau", "Uranium et technologies nucléaires", "Luxe" ou "America First", aux États-Unis (cf. [Trump-themed ETF manager scoops up MAGA fund](#) Reuters 19/02/26).

## **CHAPITRE 4**

# **ÉPARGNE DES MÉNAGES**

## SYNTHÈSE

Le taux d'épargne des ménages français s'est stabilisé à haut niveau en 2025, à 18,3 % en moyenne sur l'année. Depuis le pic de la crise de la Covid, et la correction subséquente, un nouveau régime d'épargne semble ainsi se dessiner, en France et dans la plupart des pays européens. La dégradation des perspectives économiques et l'incertitude croissante affectent la confiance des ménages. En dépit de la hausse de l'inflation, cela soutient l'épargne de précaution.

Au sein de l'épargne, l'arbitrage en faveur de l'épargne financière au détriment des acquisitions immobilières se confirme. La désaffection pour l'épargne réglementée et les dépôts bancaires, faiblement rémunérés, au bénéfice de l'assurance-vie, se confirme aussi.

Si les ménages investissent davantage sur les marchés financiers, leur prisme sécuritaire reste toutefois prononcé. Au sein de l'assurance-vie, on observe une résurgence, avec la hausse des taux d'intérêt, des allocations aux contrats en euro.

Parmi les placements de marché, les investissements en actions cotées ont augmenté, en 2025, de 35 % sur un an. L'offre se caractérise notamment par une innovation accélérée : les *néo-brokers* facilitent l'accès aux marchés en proposant des titres fractionnés (21 % des transactions en 2025). Les jeunes en sont les principaux bénéficiaires, qui initient dorénavant près de 18 % du nombre des transactions sur actions. Le fait marquant de 2025 est l'essor spectaculaire de la négociation sur ETF dont le nombre de transactions a plus que doublé sur l'année. Distribués avant tout par des *néo-brokers* (plus que par des banques traditionnelles ou des banques en ligne), les ETF séduisent en premier lieu les investisseurs les plus jeunes, qui représentent plus de 40 % du nombre des transactions sur les derniers mois. Cet essor de la négociation d'ETF a été plus important chez les femmes que les hommes, bien que les inégalités de genre face à l'investissement boursier restent fortes, y compris chez les jeunes.

En termes de produits, l'innovation affecte les ETF (cf. Chapitre 3). Elle se traduit aussi par une poursuite de la croissance rapide des encours de produits structurés, surtout des *autocalls*, dont l'offre, principalement via l'assurance-vie, se renouvelle en fonction des conditions de marché, et du niveau des taux d'intérêt. Par ailleurs, l'essor rapide, aux États-Unis, des marchés de prédiction – des marchés qui permettent de parier sur des événements à venir – bien qu'ils ne soient pas autorisés à ce stade en Europe, soulève des interrogations, notamment au regard des risques qu'ils présentent pour les investisseurs et de leur capacité à brouiller la frontière entre investissement et jeu.

Les arnaques signalées à l'AMF, en forte croissance, portent moins sur des produits atypiques, et davantage sur des crypto-actifs. La professionnalisation, voire l'industrialisation des fraudes est un phénomène remarquable. Elles reposent sur l'utilisation de nouvelles technologies pour usurper des identités et rendre les offres crédibles, jouant en particulier sur la peur de rater une opportunité.

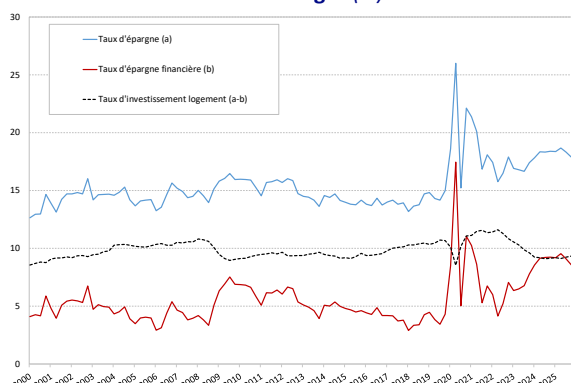
### 4.1. CADRAGE MACRO-FINANCIER

#### 4.1.1. Taux d'épargne des ménages français

##### □ Dans un contexte d'incertitude, l'effort d'épargne des ménages français se maintient à haut niveau

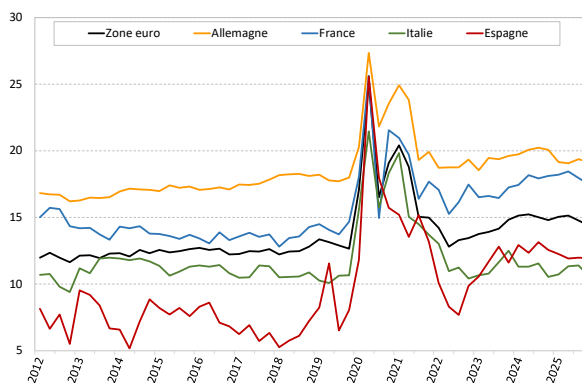
Le taux d'épargne des ménages français s'est établi à 17,9 % au quatrième trimestre 2025 (Graphique 101). Après le pic observé durant la crise de la Covid-19 (il avait atteint 25,7 % au deuxième trimestre 2020), ce taux avait baissé pendant deux années avant de s'inscrire à nouveau en hausse entre 2022 et 2024, une évolution qui, en dépit d'une forte hétérogénéité, caractérise plusieurs pays et la tendance générale en Europe (Graphique 102). La guerre en Ukraine et la dégradation des perspectives macroéconomiques ont pu encourager ce phénomène en Europe.

**Graphique 101 : Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages (%)**



Source : Comptes nationaux, base 2010, AMF.  
Note : Épargne brute en % du revenu disponible brut. Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif à leur service.

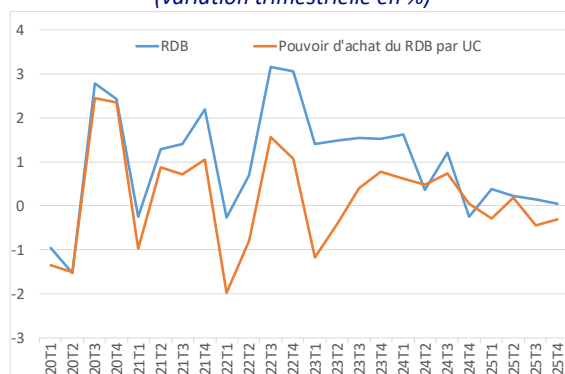
**Graphique 102 : Taux d'épargne des ménages par pays (%)**



Source : Comptes nationaux.  
Note : Entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages incluses.

Fin 2025, le taux d'épargne français s'est stabilisé à un niveau élevé, supérieur d'environ trois points de pourcentage à la moyenne de la zone euro de 14,4 % (il n'est dépassé que par celui des Allemands) et à son niveau d'avant la Covid. En 2026, on peut s'interroger sur les effets à venir de la guerre en Iran. Celle-ci accroît le coût de l'énergie et pèse sur les dépenses de consommation et l'activité économique, ce qui pourrait affecter négativement la capacité d'épargne. Incidemment, notons que le pouvoir d'achat par unité de consommation du revenu des ménages a décru durant trois des quatre trimestres de 2025 (Graphique 103).

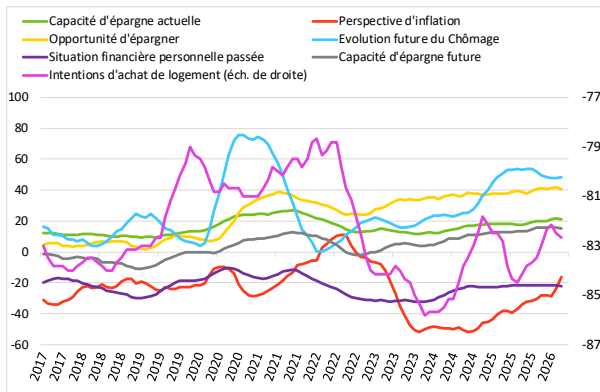
**Graphique 103 : Revenu disponible, et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation (variation trimestrielle en %)**



Source : INSEE.

L'opinion des ménages sur leur capacité d'épargne actuelle et future reste haute, même si elle s'est infléchie en mars et avril 2026. Plus fondamentalement, l'incertitude géopolitique, et les craintes pour l'économie qui l'accompagnent, pourraient accroître l'épargne de précaution. Les ménages expriment, depuis plus d'un an une crainte élevée du chômage (Graphique 104), et leur confiance a baissé drastiquement en mars et avril 2026 (Graphique 105). De plus, ils jugent particulièrement opportun d'épargner actuellement (l'indicateur qui suit cette dimension depuis 1972 est à son plus haut niveau historique).

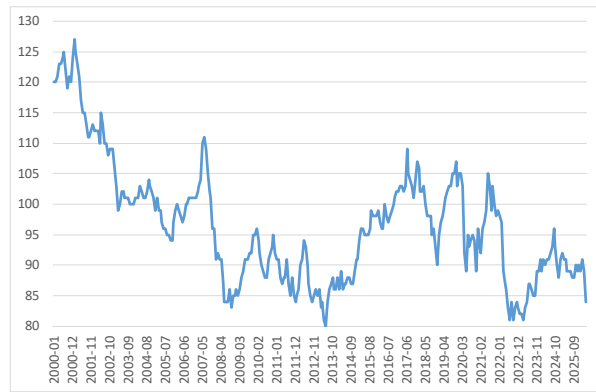
**Graphique 104 : Enquête de conjoncture auprès des ménages : soldes d'opinions de janvier 2017 à avril 2026 (%)**



Source : INSEE.

Note : moyennes glissantes sur 6 mois.

**Graphique 105 : Enquête de conjoncture auprès des ménages : indice synthétique de confiance des ménages**



Source : INSEE. 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.

La crise au Moyen-Orient et les hausses de prix de l'énergie affectent les comportements d'épargne des Français : d'après un sondage d'avril 2026<sup>209</sup>, les Français se répartissent en deux groupes : 42 % déclarent épargner davantage, et 42 % épargner moins, mais ce constat masque une asymétrie : ceux qui épargnent moins sont souvent déjà contraints financièrement et ont probablement moins de marge pour réduire leur épargne que ceux qui ne sont pas contraints (et déclarent, à 49 %, vouloir épargner davantage) pour l'accroître.

Ainsi, les motifs de précaution domineront probablement dans les comportements d'épargne au premier semestre de 2026, ce qui favoriserait plutôt une hausse du taux d'épargne<sup>210</sup>, dont l'ampleur et la persistance devront être suivis de près.

À la différence des ménages, le taux d'épargne moyen des sociétés non financières françaises a baissé : leur autofinancement, c'est-à-dire la part des bénéfices non distribués à leurs actionnaires ou propriétaires, est passé de 121 % en 1998 à 86 % en 2025. Le taux d'épargne a ainsi reculé à 18,7 % de la valeur ajoutée en 2025 (et même à 17,3 % au quatrième trimestre 2025) alors qu'il avait fluctué entre 20 % et 22 % entre 2013 et 2023. Par ailleurs, la situation financière de l'État est affectée par les déficits budgétaires successifs. Ce sont donc de plus en plus les ménages, intermédiés par la sphère financière, qui financent l'économie.

**□ Les ménages continuent de réorienter leurs placements en liquidités vers l'assurance-vie (mais de plus en plus vers les supports en euro)**

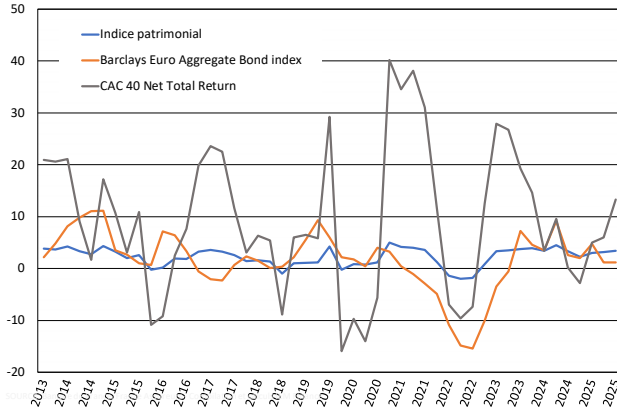
Suite au pic de la crise de la Covid (17,5 % au deuxième trimestre 2020), le taux d'épargne financière des ménages français était ponctuellement revenu à 4,1 % de leur revenu disponible deux ans plus tard. Depuis, il a crû à nouveau, assez continûment, et dépasse 8 % depuis fin 2023. En tout état de cause, il se situe à un niveau très supérieur à celui qui prévalait entre 2000 et 2019 (4,8 % en moyenne) et l'écart avec le taux d'épargne s'est stabilisé autour de 9,2 points de pourcentage depuis 2 ans (vs. 11,3 en 2021-2022). Autrement dit, les ménages français dédient une part moindre de leur épargne au financement de logements, donc plus grande aux placements financiers.

L'allocation de l'épargne des ménages français privilégie historiquement la sécurité et la liquidité, ce qui se traduit, lorsque les marchés boursiers performant comme en 2025, par des rentabilités relatives moindres (Graphique 106). Pour autant, cette allocation a, dans les années récentes, témoigné d'une sensibilité accrue au rendement des placements, donnant lieu à des rééquilibrages massifs, en défaveur des actifs liquides (monnaie, dépôts, épargne réglementée), moins rémunérés (Tableau 4), et au profit de l'assurance-vie.

<sup>209</sup> Sondage Elabe pour BFMTV du 23/04/26.

<sup>210</sup> On note aussi que "households respond to higher expected inflation by reducing consumption", selon Grigoli F., D. Sandri, Y. Gorodnichenko, O. Coibion (2026); Monetary policy according to households: Perceptions, reactions, channels; BIS Working Paper 1354, April.

**Graphique 106 : Performance financière du patrimoine des ménages comparée à celle d'indices d'actions et obligataire (%)**



Source : OEE, données Banque de France, France Assureurs, compilation et calculs d'IEM Finance.

**Tableau 4 : Rémunération des dépôts et livrets des ménages français**

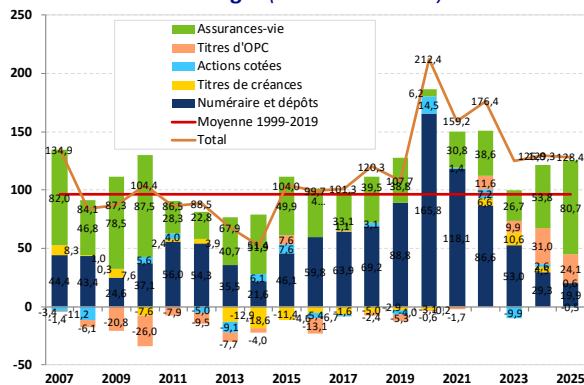
	Encours (md€)	Taux de rémunération des dépôts		
		févr-26 (p)	févr-25	janv-26 (r)
<b>Dépôts bancaires des Ménages et SNF</b>	<b>2 598</b>	<b>1,59</b>	<b>1,26</b>	<b>1,21</b>
<b>dont Ménages</b>	<b>1 875</b>	<b>1,63</b>	<b>1,3</b>	<b>1,23</b>
dont : - dépôts à vue (b)	545	0,06	0,04	0,04
- livrets à taux réglementés (b,c)	726	2,49	1,8	1,6
dont : livret A (b)	407	2,4	1,7	1,5
- livrets ordinaires (b)	226	0,87	0,74	0,75
- dépôts à terme <= 2 ans (d)	71	2,92	2,25	2,22
- dépôts à terme > 2 ans (d)	110	2,37	2,42	2,43
- plan d'épargne-logement	197	2,63	2,63	2,63
<b>dont SNF</b>	<b>723</b>	<b>1,49</b>	<b>1,15</b>	<b>1,17</b>
dont - dépôts à vue (b)	491	0,61	0,47	0,46
- dépôts à terme <= 2 ans (d)	143	3,26	2,32	2,32
- dépôts à terme > 2 ans (d)	89	3,4	3,22	3,23

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.

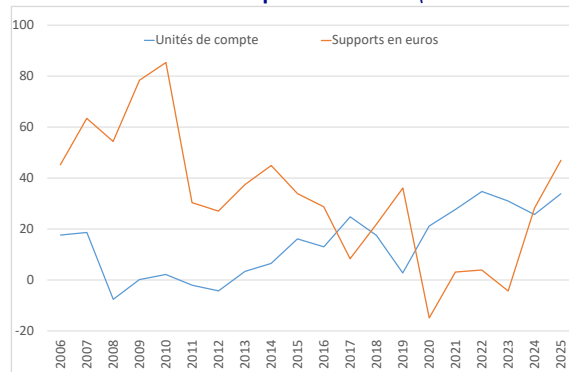
En effet, en 2025, l'épargne liquide a enregistré sa plus faible collecte depuis 1996 (exception faite de l'année 2000), en l'occurrence 19,9 milliards d'euros. En son sein, l'épargne sur livret a continué de bénéficier de flux d'investissement nets positifs (27,4 milliards d'euros), même si elle s'inscrit, comme le reste de l'épargne liquide, en net recul depuis 2022 (les flux atteignaient alors 58,6 milliards d'euros). L'épargne logement enregistre de son côté une importante décollecte (-21,5 milliards d'euros après -28,5 milliards d'euros en 2023 et -29,7 milliards d'euros en 2024).

**Graphique 107 : Flux de placements financiers des ménages (milliards d'euros)**



Source : Banque de France, calculs AMF.

**Graphique 108 : Assurance-vie : collectes nettes des contrats en unités de compte et en euros (milliards d'euros)**



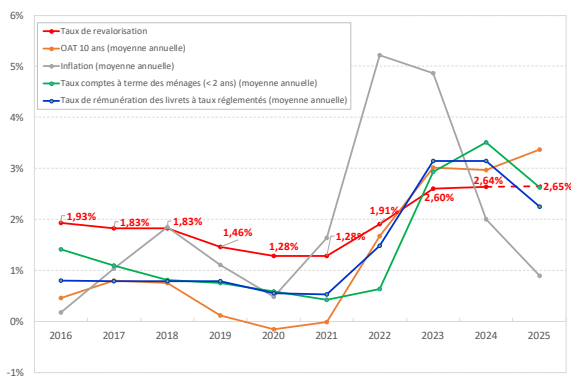
Source : Banque de France, calculs AMF.

À l'inverse, l'assurance vie a bénéficié d'un record de collecte depuis 2010 (80,7 milliards d'euros), dépassant de près de 30 milliards d'euros la meilleure collecte des 15 dernières années. Ceci s'explique par la simultanéité d'une collecte par les supports en unités de compte, conforme à la tendance croissante depuis 2008, et d'un rebond de la collecte sur les contrats en euros, un temps "cannibalisée" par les unités de compte et les livrets d'épargne (Graphique 108).

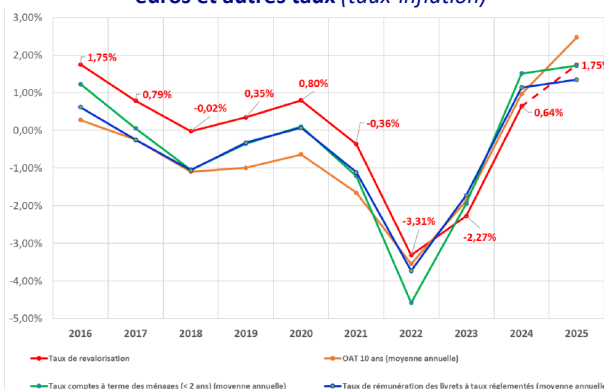
Cette évolution reflète la sensibilité des ménages au rendement des placements dans une période où les taux d'intérêt ont remonté, avec un pic inflationniste : le rendement réel des contrats en euros, négatif de 2021 à 2023

est redevenu positif en 2024, à 0,64 % et a atteint 1,75 % en 2025 grâce à la baisse de l'inflation<sup>211</sup> (Graphique 109 et Graphique 110).

**Graphique 109 : Taux de revalorisation des contrats en euros et autres taux nominaux**



**Graphique 110 : Taux réels de revalorisation des contrats en euros et autres taux (taux-inflation)**



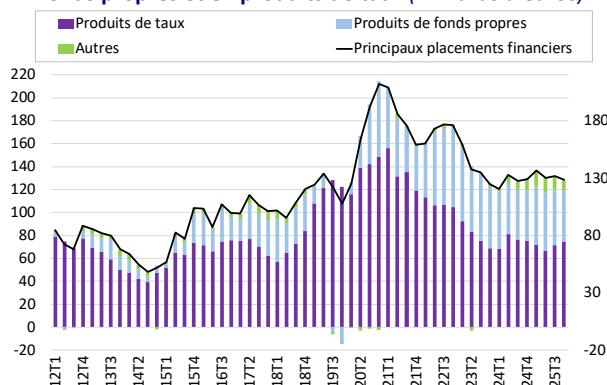
Source : ACPR, Banque de France. Note : Taux de revalorisation : états nationaux spécifiques remis à l'ACPR de 2016 à 2024 et publications des organismes d'assurance pour 2025. Inflation et inflation retraitée des courbes de taux: INSEE.

**□ La préférence pour la détention de produits investis en actions se stabilise**

L'exposition relative des ménages aux actions, qui avait crû fortement pendant la crise de la Covid, a été assez stable depuis : elle oscillait autour de 2 500 milliards d'euros ces deux dernières années (contre un peu moins de 1 500 milliards d'euros en moyenne entre 2012 et 2019). En considérant les fonds d'investissement par transparence, la Banque de France<sup>212</sup> est en mesure d'évaluer l'exposition des placements des ménages aux produits de fonds propres d'une part (actions cotées ou pas) et aux produits de taux d'autre part (dépôts, épargne réglementée, livrets bancaires, obligations) (Graphique 111)<sup>213</sup>. Entre 2024 et 2025, les affectations aux deux types de produits ont été stables, 63,0 % des placements allant aux produits de taux. Au sein des produits de taux, toutefois, les dépôts bancaires rémunérés (épargne réglementée et livrets compris) sont réalloués à l'assurance-vie.

Si les flux nets alloués à la détention directe d'instruments financiers, sont pour leur part, restés modestes notamment en ce qui concerne la détention d'actions et d'obligations, la vigueur de la collecte d'OPC non monétaires en 2024 (22,9 milliards d'euros) s'est prolongée en 2025 (21,9 milliards d'euros).

**Graphique 111 : Placements des ménages en produits de fonds propres et en produits de taux (milliards d'euros)**



Source : Banque de France. Note : flux de collecte nette cumulés sur 4 trimestres.

<sup>211</sup> [Le palmarès des rendements 2025](#), Que Choisir du 10/02/25 note certaines disparités des rendements des supports en euros en 2025, mais aussi que leurs rendements garantis peuvent avoisiner ceux des unités de compte.

<sup>212</sup> [Épargne et Patrimoine financiers des ménages - T4 2025](#) du 20/05/26.

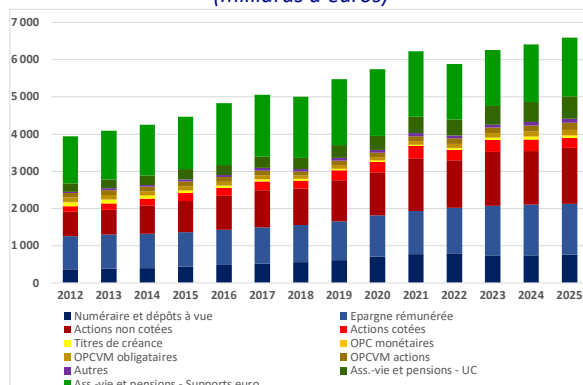
<sup>213</sup> Les supports en euro de l'assurance-vie relèvent des produits de taux, les unités de compte des produits de fonds propres.

❑ **Malgré les importantes évolutions sous-jacentes la structure du patrimoine financier reste globalement équilibrée, répartie en trois grands pôles**

Le patrimoine financier<sup>214</sup> des ménages représente environ 40 % de leur patrimoine total (immobilier inclus). Son encours a crû de 2,7 % à 6 596 milliards d’euros en 2025 sous l’effet cumulé des revalorisations et de la collecte nette. Il comprend :

- 2 126 milliards d’euros de dépôts bancaires, d’épargne réglementée et de livrets ;
- 2 287 milliards d’euros de titres détenus en direct ou via des OPCVM. 65,9 % de ce montant correspond toutefois à des actions non cotées, typiquement du patrimoine professionnel d’indépendants<sup>215</sup>. L’exposition aux autres titres (actions cotées, obligation, OPCVM) s’élève à 779,6 milliards d’euros, en léger retrait sur un an (-0,7 %) : d’importantes cessions en fin d’année (263,3 milliards d’euros à fin 2025) contrebalancent la hausse de valeur des actifs ;
- 2 177 milliards d’euros d’assurance-vie, rentes et droits à pension, dont 27,9 % d’unités de compte.

**Graphique 112 : Patrimoine financier net des ménages (milliards d’euros)**



Source : Banque de France, comptes nationaux, base 2010. Note : ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif à leur service.

❑ **Les placements en fonds d’investissement via l’assurance-vie**

Les placements en assurance-vie sont essentiellement de deux types : les supports en euros d’une part, où l’assureur garantit le capital de l’épargnant, ainsi que les revalorisations annuelles successives induites par la performance des placements réalisés, et les supports en unités de compte, dont la valeur est indexée sur celle d’un sous-jacent choisi par l’assuré. Dans le premier cas, l’assureur porte le risque de marché : il investit l’argent qui lui est confié, essentiellement en titres de créance de bonne qualité afin de préserver le capital, mais peut aussi acheter d’autres actifs (y compris des fonds) afin de générer un surcroît de performance qui lui permettra de rémunérer davantage ses clients. Dans le second cas, l’assuré porte seul le risque de marché, et s’expose à la performance des sous-jacents (des fonds le plus souvent) auxquels il a décidé d’adosser son contrat. Les contrats d’assurance-vie constituent donc une exposition plus ou moins directe des épargnants aux fonds d’investissement. Les encours de fonds détenus par les assureurs français au titre de leur activité d’assurance-vie s’élèvent à environ 900 milliards d’euros (près de 500 milliards d’euros de fonds servant de support à des unités de compte, et encore plus de 400 milliards d’euros d’investissements de l’assureur au titre des contrats en euros).

La part des placements adossés aux supports en euros (Tableau 3) allouée aux fonds d’investissement est répartie entre les classes d’actifs : les fonds obligataires (qui complètent les investissements directs en titres de créance) représentent 18 % des détentions de fonds, comme les fonds actions, et les fonds diversifiés comptent pour 16 %.

<sup>214</sup> On considère ici le patrimoine brut, i.e. sans déduire les crédits en cours de remboursement.

<sup>215</sup> La détention d’actions non cotées était le fait de 15,3 % des ménages en 2024. Notons ici que cette détention est confrontée aux aléas de la valorisation des actifs non cotés, adossée à celle des actions cotées. Par ailleurs, selon le [Baromètre de l’épargne et de l’investissement de l’AMF](#), à fin 2025, 4 % des foyers détenaient des actions non cotées (hors outil professionnel), 6 % des parts de fonds investis dans des sociétés non cotées innovantes ou locales, et 8 % des titres (actions, obligations) souscrits dans le cadre du financement participatif.

Les fonds monétaires, les fonds immobiliers et les fonds de *private equity* dépassent chacun les 10 %. Cette diversification a contribué à soutenir la performance des contrats en euro en compensant les pertes enregistrées sur l'investissement direct en titres de créance (Tableau 2).

Les placements en fonds d'investissement réalisés en représentation des contrats en unités de compte sont, pour leur part, orientés aux deux tiers vers des fonds exposés aux actions (actions ou diversifiés, Tableau 3).

**Tableau 5 : Structure de l'investissement des assureurs français à fin 2025 (milliards d'euros)**

	Assurance vie et mixte			Assurances non-vie			Fonds de pension		
	Flux	Valorisation	Encours	Flux	Valorisation	Encours	Flux	Valorisation	Encours
Monnaie et dépôts	0	0	35,1	-0,6	0	13,5	0,2	0	7,4
Titres de créance	43,5	-6,7	1 200,5	6,3	0,3	127,3	0,7	-2,4	101,6
CT (maturité d'origine) (1)	-0,4	0,2	20,3	-0,1	0	0,3	0	0	0
LT (maturité d'origine) (1)	43,8	-6,9	1 180,2	6,4	0,3	127	0,7	-2,4	101,6
Prêts	-2,1	0	55	-0,7	0	14,1	0,2	0	1,2
Titres de capital	-0,6	6,8	190,6	0,2	8,1	95,6	0,3	0,6	14,9
Actions cotées	-0,9	5,8	70,4	-0,3	2,3	16,9	0,1	0,6	6,8
Actions non cotées	1,5	0,5	72	0,4	2,9	43,7	0,1	0	2,9
Autres	-1,1	0,5	48,2	0	3	35	0,2	0	5,1
OPC (2)	28,9	31,8	867	3,2	0,6	48	5,2	3,9	77,3
Fonds monétaires	-3,8	2,2	78,9	-0,9	0,1	6,3	0,3	0,1	4,5
Fonds non monétaires	32,7	29,6	788	4,1	0,5	41,7	4,9	3,8	72,8
dont fonds actions	7,7	18,9	262,7	0,3	0,6	8,1	1,6	2	24,5
dont fonds obligations	7,5	2,3	157,8	0,8	0,1	10,4	1,6	0,2	10,5
dont fonds mixtes	16,2	8,9	191,6	2,1	0,2	10,2	0,6	1,5	25,4
Dérivés	0,6	0	5	0	0	0,1	0,3	0	-0,5
<b>Total</b>	<b>70,3</b>	<b>31,8</b>	<b>2 353,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9</b>	<b>298,5</b>	<b>6,9</b>	<b>2,1</b>	<b>201</b>

Source : [placements des assurances](#), comptes financiers trimestriels, Banque de France.

**Tableau 6 : Structure de l'investissement en fonds des assureurs et organismes de retraite professionnelle supplémentaire français à fin 2025 (milliards d'euros)**

	Non-vie	Assurance-vie		Total
		Supports en euros	Unités de compte	
<b>Fonds obligataires</b>	12,0	78,4	76,6	167,0
<b>Fonds actions</b>	8,2	78,3	198,7	285,3
<b>Diversifiés</b>	6,1	66,4	131,4	203,9
<b>Fonds monétaires</b>	7,6	48,3	32,7	88,6
<b>Autres</b>	6,0	52,3	21,7	80,0
<b>Hedge funds</b>	1,0	2,5	6,5	10,0
<b>Private equity</b>	7,3	51,3	8,7	67,3
<b>Fonds immobiliers</b>	5,6	47,9	22,0	75,4
<b>Total</b>	<b>53,9</b>	<b>425,4</b>	<b>498,2</b>	<b>977,4</b>

Source : ACPR

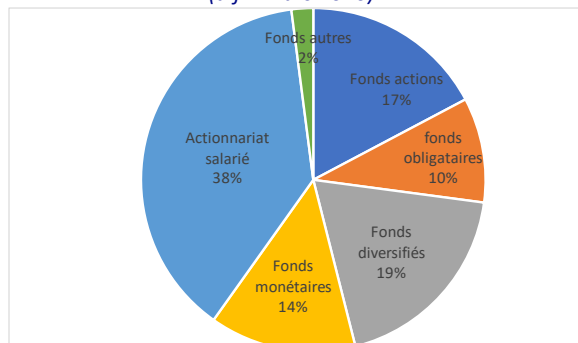
### □ La progression de l'épargne salariale se poursuit, et l'épargne retraite est particulièrement dynamique

L'encours d'épargne salariale et d'épargne retraite a crû de 14,7 % sur un an à 229,4 milliards d'euros. Il a doublé en 10 ans (Graphique 13)<sup>216</sup>. Il comprend 191 milliards d'euros de plans d'épargne entreprise (PEE) et 39 milliards d'euros d'épargne retraite d'entreprise collective (PERCO/PERECO)<sup>217</sup>. Au sein des plans d'épargne en entreprise, la détention de fonds investis au moins en partie dans les titres de l'entreprise (fonds d'actionnariat salarié) reste prédominante (38 % vs. 37 % en 2024), ce qui limite la diversification. Au sein des PERCO/PERECO, 68 % des épargnants optent pour la gestion pilotée, qui représente 15,5 milliards d'encours. Le nombre d'entreprises proposant un PEE et/ou PER a crû de 6,2 % sur un an à 442 000 et celui des salariés bénéficiaires de 3,1 % à 13,2 millions, pour un montant détenu moyen de 17 100 euros. Tirée par les versements des entreprises (participation, intéressement et abondement ont représenté 79 % des flux), la collecte brute a crû, sur un an, de 7,8 % pour atteindre 23,4 milliards d'euros en 2025. Pour autant, la collecte nette s'est réduite, passant de 2,7 milliards d'euros en 2024 à 2,4 milliards d'euros en 2025. En effet, si les plans d'épargne retraite collective ont affiché une collecte nette positive de 2,8 milliards d'euros, les PEE ont subi une décollecte de 380 millions d'euros, du fait de cessions nettes de 3,6 milliards d'euros sur les fonds investis au moins en partie en titres de l'employeur, que n'ont pas compensé les collectes des autres types de fonds (Graphique 15).

<sup>216</sup> Nguyen M-L. (2026), L'épargne salariale en 2024 : Progression soutenue des primes, Dares Résultats du 10/06/26 documente ce progrès.

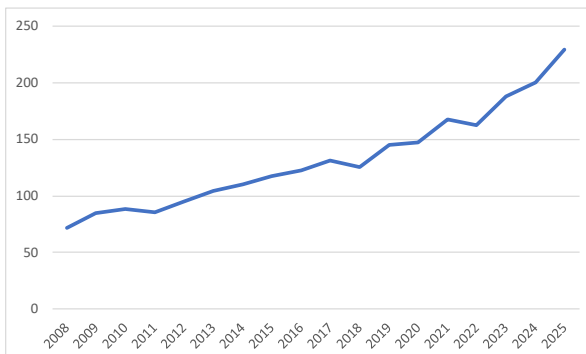
<sup>217</sup> Source : [Enquête AFG 2026 sur l'épargne salariale et retraite](#), 19/03/26.

**Graphique 113 : Actif net des fonds d'épargne salariale (FCPE et fonds d'actionariat salarié) par type de support (à fin mars 2026)**



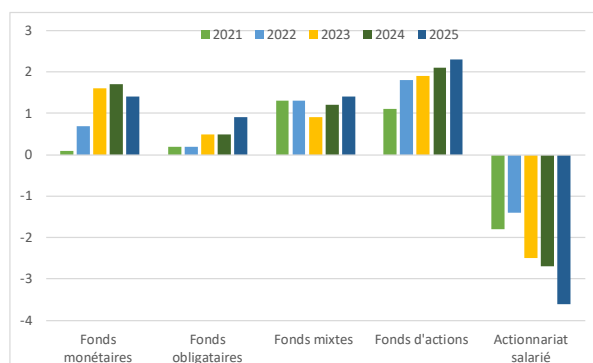
Source : AMF.

**Graphique 114 : Encours des fonds d'épargne salariale et retraite (milliards d'euros)**



Source : AFG, AMF.

**Graphique 115 : Flux nets de collecte des fonds d'épargne salariale (milliards d'euros)**



Source : AFG, AMF.

## 4.2. ACTIVITÉ DES INVESTISSEURS PARTICULIERS FRANÇAIS EN BOURSE

### 4.2.1. Négociation des particuliers sur actions

Pour rappel, les analyses présentées dans la Cartographie des marchés et des risques de l'AMF portent sur le périmètre des titres de compétence française échangés en Europe par des particuliers français. Les données proviennent des déclarations de transactions faites aux autorités européennes par les prestataires de services d'investissement<sup>218, 219</sup>.

#### □ Hausse de la négociation sur actions en détention directe

La négociation, par les particuliers français, d'actions relevant de la compétence de l'AMF<sup>220</sup> a fortement augmenté en 2025, avec 35 % de transactions supplémentaires comptabilisées sur l'année. Le nombre mensuel de transactions s'est maintenu au-dessus de la barre des 2 millions tout au long de l'année, une première depuis 2021 (Graphique 116). Cette croissance est portée par une plus grande intensité de négociation des investisseurs. En

<sup>218</sup> Le nombre de transactions est estimé en ne retenant qu'une opération pour les exécutions concernant le même code ISIN, le même couple acheteur-vendeur, la même place d'exécution et le même horodatage (à la seconde près).

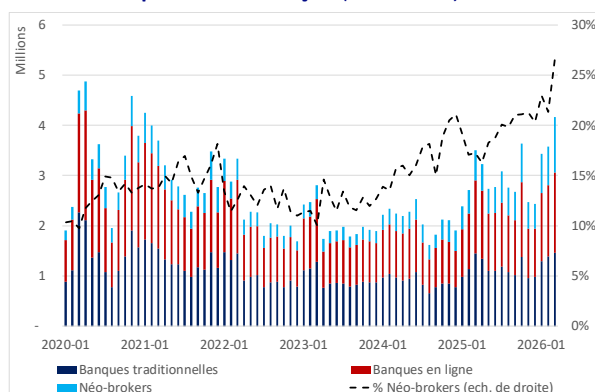
<sup>219</sup> Les analyses présentées ici se distinguent de celles du [Tableau de bord des investisseurs particuliers actifs](#), publié chaque mois par l'AMF, par un périmètre différent. Le Tableau de bord présente les statistiques concernant les clients particuliers français servis par un prestataire de services d'investissement (PSI) dont le siège se situe en France, à l'exception de ses succursales à l'étranger, et réalisant des transactions sur des instruments financiers cotés dans l'Union européenne (périmètre PSI FR). Les résultats sont complétés par les statistiques concernant les clients français servis par les PSI établis ailleurs dans l'Union européenne (UE) sur des instruments financiers qui relèvent de la compétence de l'AMF (périmètre PSI UE).

<sup>220</sup> La compétence sur la négociation d'un titre est attribuée à l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité.

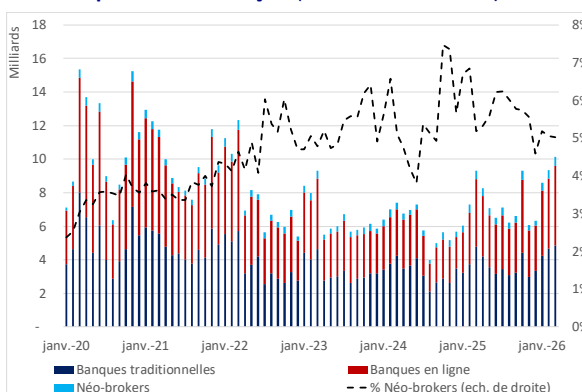
moyenne, le nombre de transactions des investisseurs actifs<sup>221</sup> a augmenté en 2025 (18 transactions contre 16 en 2024). Cette tendance se poursuit en 2026, et plus de 4 millions de transactions ont été enregistrées en mars. Ce pic d'activité peut s'expliquer par la sensibilité des investisseurs de détail aux événements géopolitiques (conflit en Iran). De tels chocs créent de la volatilité sur les marchés actions, induisant des ajustements de positions.

La hausse de l'activité a été observée pour toutes les grandes catégories de prestataires de services d'investissement (PSI) : en 2025, le nombre de transactions a crû de 29 % pour les clients de banques traditionnelles, de 34 % pour les clients de banques en ligne et même de 55 % pour les clients des néo-brokers. Au premier trimestre 2026, cette tendance est encore plus marquée avec une croissance de 74 % du nombre de transactions chez les clients de néo-brokers par rapport au premier trimestre 2025, contre 16 % et 25 % pour les banques traditionnelles et les banques en ligne respectivement. En nombre de transactions, la part de marché des néo-brokers, dépasse désormais les 25 %.

**Graphique 116 : Nombre de transactions sur actions des particuliers français (en millions)**



**Graphique 117 : Volume de transactions sur actions des particuliers français (en milliards d'euros)**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

La hausse de l'activité se reflète aussi dans le volume échangé, en croissance de 18 % pour les transactions de détail en 2025 (Graphique 117). Le volume est essentiellement porté par les banques traditionnelles et les banques en ligne qui concentrent environ 90 % de l'ensemble des échanges en euros en 2025 (avec une légère dominance des banques traditionnelles). L'année 2025 a été marquée par une croissance dynamique des volumes chez les banques en ligne (+29 %) bien supérieure à celle des banques traditionnelles (9 %). Même si leur poids est beaucoup plus faible (de l'ordre de 5 % début 2026), les volumes traités par les néo-brokers sont aussi en hausse, de 26 % en 2025.

#### □ Les néo-brokers : moteur de la hausse de l'activité

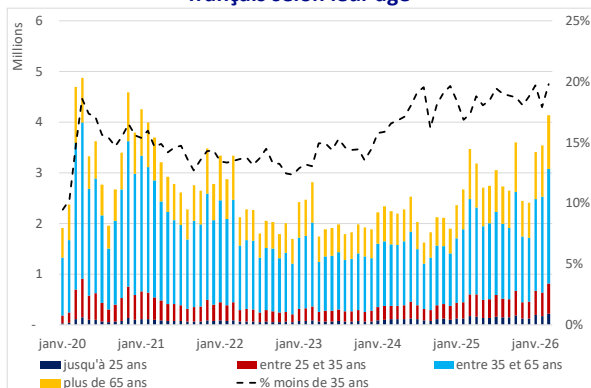
L'écart entre les parts de marché des néo-brokers selon que l'on considère le nombre (25 %) ou le volume (5 %) de transactions vient de ce que les tailles de transactions sont bien plus faibles que chez leurs concurrents. En pratique, leur clientèle est beaucoup plus jeune : en 2025, environ 30 % des transactions émanaient d'investisseurs de moins de 35 ans et 14 % d'investisseurs de moins de 25 ans, alors que, pour l'ensemble des PSI (banques traditionnelles, banques en ligne et néo-brokers), ces proportions étaient de 20 % et 5 % respectivement (Graphique 118).

Il n'est pas surprenant de voir les investisseurs les plus jeunes se tourner vers ces acteurs. D'une part leur structure 100 % digitale qui peut séduire les jeunes et leur apparaître familière. D'autre part, leur offre est adaptée aux portefeuilles plus modestes avec la promotion de l'investissement sur des titres fractionnés. Ce mécanisme, déjà décrit dans la Cartographie des marchés et des risques 2024, permet aux PSI de proposer des titres qui, du fait de leur prix unitaire, pourraient difficilement être introduits dans de petits portefeuilles. Les titres fractionnés sont par ailleurs aussi utilisés dans les plans d'investissement programmés, services mis en avant chez des néo-brokers

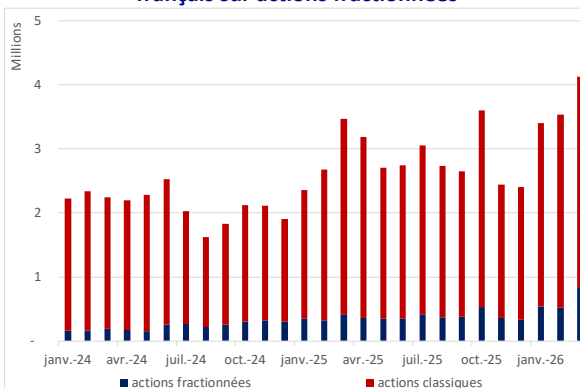
<sup>221</sup> Les investisseurs actifs sont les investisseurs ayant réalisé au moins une transaction durant l'année.

notamment, qui prévoient l’investissement mensuel d’un montant prédéfini sur plusieurs actifs. Les titres fractionnés facilitent donc la constitution de l’épargne financière.

**Graphique 118 : Nombre de transactions des investisseurs français selon leur âge**



**Graphique 119 : Nombre de transactions des particuliers français sur actions fractionnées**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

En 2025, 21 % de la hausse des transactions sur l’ensemble des actions de compétence française peut être attribuée aux titres fractionnés. En effet, le nombre de transactions comprenant des actions fractionnées a augmenté de 64 % en 2025, et même encore de 55 % sur le premier trimestre 2026 par rapport au dernier trimestre 2025 (Graphique 119). Les néo-brokers sont les distributeurs quasi-exclusifs de cette offre, plus de 96 % des transactions sur ces titres proviennent de ces acteurs depuis 2024.

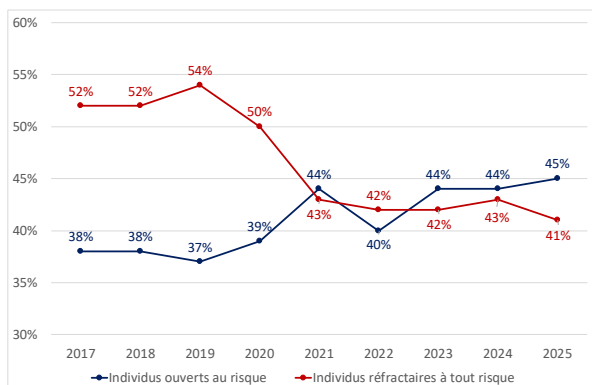
#### □ Un regain d’appétence pour le risque en 2025

La dernière édition du Baromètre AMF de l’épargne et de l’investissement<sup>222</sup> a révélé une ouverture au risque record chez les Français. Ils sont désormais 45 % à déclarer accepter au moins un peu de risque dans l’espoir d’avoir une meilleure rémunération que les placements sans risques, contre 38 % de 2017 à 2020 (Graphique 120). Par ailleurs, la part des français envisageant d’investir en actions à court terme a aussi atteint un niveau record (35 % en 2025 contre 30 % en 2024 – un quasi doublement par rapport à 2017). La perception du risque associé aux actions diffère selon que le répondant détient ou non des titres financiers. Si 51 % des sondés estime le risque important, dans la sous-population des détenteurs d’actions, cette proportion monte à 63 %. Cette plus forte perception du risque est en pratique associée à une meilleure espérance de rendement (63 % des investisseurs en actions en attendent un rendement important, contre 48 % chez l’ensemble des répondants), ce qui traduit une bonne appréhension du couple rendement-risque. D’ailleurs, plus de la moitié des détenteurs d’actions pensent qu’il s’agit d’un investissement bien adapté à un objectif d’épargne de long terme et 29 % le trouve adapté moyennement.

Depuis 2022, la négociation des particuliers français se concentre sur les valeurs d’indices (Graphique 121). Ainsi, les composantes du CAC 40, les plus grandes capitalisations parisiennes, rassemblent environ 40 % des échanges tandis que les composantes du SBF 120 hors CAC 40) comptent pour 30 % des transactions. Les petites capitalisations boursières, hors de l’indice SBF 120 (*small cap*), moins liquides, plus volatiles et associées à un risque relativement plus élevé, complètent la répartition avec environ 30 % des échanges. Cette distribution indique une prise de risque plus modérée qu’au début de la décennie, au moment de la forte hausse de l’activité de détail en France, puisque les petites capitalisations représentaient alors 45 % des transactions. D’ailleurs la baisse de l’activité depuis 2022 est largement imputable à la baisse de la négociation sur les valeurs hors SBF 120 : à l’inverse les composantes du SBF 120 sont restées relativement insensibles à ce repli.

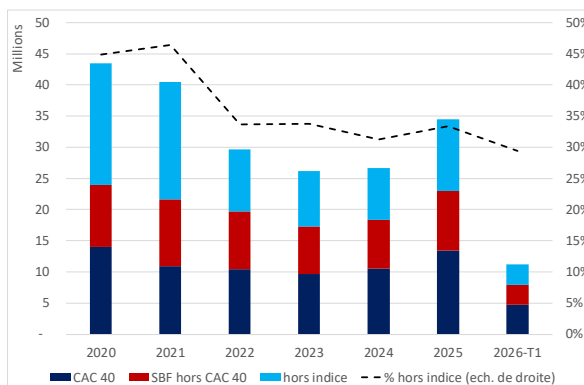
<sup>222</sup> AMF Audirep, [Baromètre de l’épargne et de l’investissement 2025](#).

**Graphique 120 : Degré d'ouverture au risque des investisseurs particuliers français**



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2025

**Graphique 121 : Répartition du nombre de transactions des investisseurs français selon les tailles de capitalisation**



Source : RDT/TREM, AMF.

Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

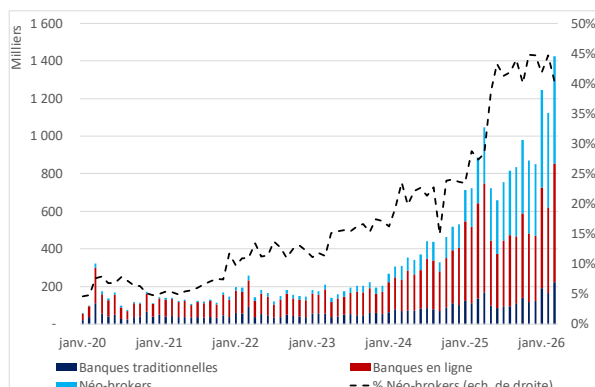
#### 4.2.2. Négociation des particuliers sur ETF

##### □ Une hausse spectaculaire de la négociation sur ETF

La négociation par les particuliers français d'ETF relevant de la compétence de l'AMF suit une dynamique presque exclusivement ascendante depuis le mois de mars 2025 (Graphique 122). Le nombre mensuel de transactions dépasse même le million sur le début de l'année 2026, soit une multiplication par deux sur un an et même par 5 depuis début 2024. Sur l'ensemble de l'année 2025, le nombre de transactions a plus que doublé (+111 %). La part de marché des néo-brokers explose : ils exécutent plus de 40 % des transactions sur ETF depuis le mois de mai 2025. Le nombre de transactions a été multiplié par 4,6 en 2025 pour les clients de néo-brokers. Les autres catégories de prestataires de services d'investissement ne sont pas en reste. Le nombre de transactions par les banques traditionnelles et les banques en ligne a augmenté de 144 % et 179 % respectivement.

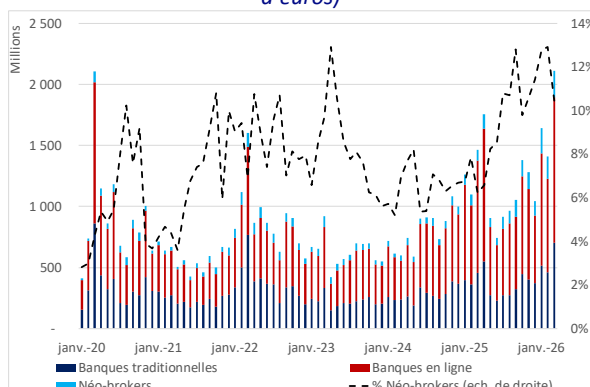
Le volume mensuel échangé est plus volatil mais a aussi doublé entre début 2026 et début 2025 (Graphique 123). La part de marché des néo-brokers augmente, là encore, rapidement, laquelle a doublé au cours de l'année 2025. Le volume reste néanmoins toujours dominé par les banques traditionnelles et les banques en ligne, pour lesquelles la hausse atteint 30 % et 45 % respectivement en 2025.

**Graphique 122 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers)**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

**Graphique 123 : Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliards d'euros)**

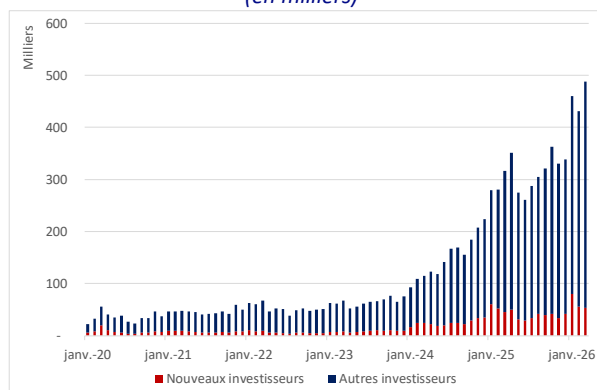


##### □ Les investisseurs les plus jeunes portent la dynamique sur les ETF

La population des investisseurs sur ETF ne cesse de croître en France (Graphique 124). En moyenne depuis 2024, chaque mois environ 15 % des particuliers réalisant une transaction sur ETF de compétence française sont de

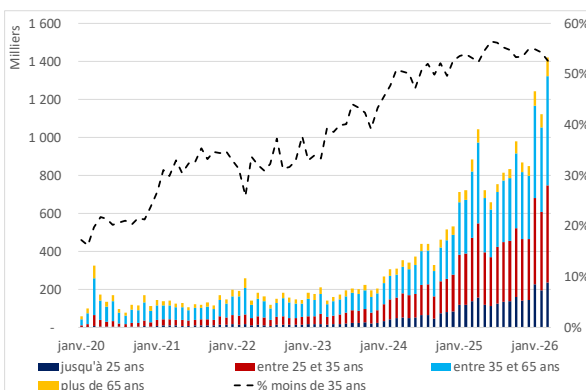
nouveaux investisseurs sur cette classe d'actifs<sup>223</sup>. Cette tendance coïncide avec un rajeunissement important des investisseurs réalisant des transactions : en 2025, plus de la moitié des transactions étaient le fait d'investisseurs de moins de 35 ans, et 16 % d'investisseurs de moins de 25 ans (Graphique 125). Chez les néo-brokers, la répartition est encore plus marquée puisque depuis 2024, près de deux tiers des transactions sont réalisées par des investisseurs de moins de 35 ans, et 23 % par des investisseurs de moins de 25 ans.

**Graphique 124 : Nombre d'investisseurs ayant réalisé au moins une transaction sur un ETF de compétence française (en milliers)**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

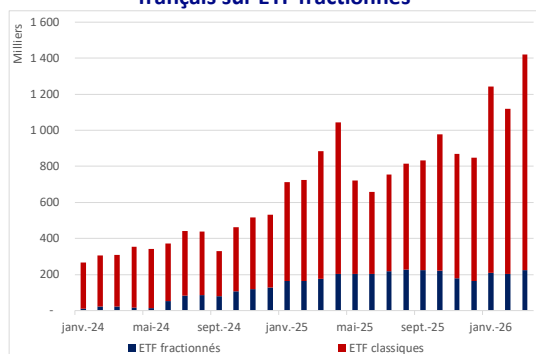
**Graphique 125 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers)**



### □ L'investissement sur ETF : une opportunité de diversification des portefeuilles

Comme pour les actions, les ETF fractionnés permettent aux investisseurs modestes de s'exposer aux performances d'un fonds avec des montants plus faibles. L'année 2025 a enregistré trois fois plus de transactions sur ETF fractionnés qu'en 2024 (Graphique 126). Elles ont représenté jusqu'à 31 % des transactions sur l'ensemble des ETF du périmètre en juin 2025. Plus de 30 % de la hausse des transactions sur ETF en 2025 est à attribuer aux titres fractionnés. Néanmoins, leur part est en baisse depuis l'été 2025. Sur le premier trimestre 2026, elle est descendue à 17 % des transactions.

**Graphique 126 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF fractionnés**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

**Tableau 7 : Liste des cinq ETF les plus échangés depuis janvier 2025**

Banques traditionnelles		
Indice de référence de l'ETF	Nombre de transactions	% des transactions
MSCI World	39 763	7%
S&P 500	33 501	6%
MSCI Emerging	30 075	5%
Euro Stoxx Banks	30 022	5%
S&P 500	24 900	4%
Banques en ligne		
Indice de référence de l'ETF	Nombre de transactions	% des transactions
MSCI World	194 780	12%
MSCI World	187 585	12%
S&P 500	176 400	11%
MSCI Emerging	120 819	7%
Euro Stoxx	107 701	7%
Néo-brokers		
Indice de référence de l'ETF	Nombre de transactions	% des transactions
S&P 500	266 480	17%
MSCI World	196 271	12%
Euro Stoxx	136 772	9%
S&P 500	130 811	8%
MSCI World	103 013	6%

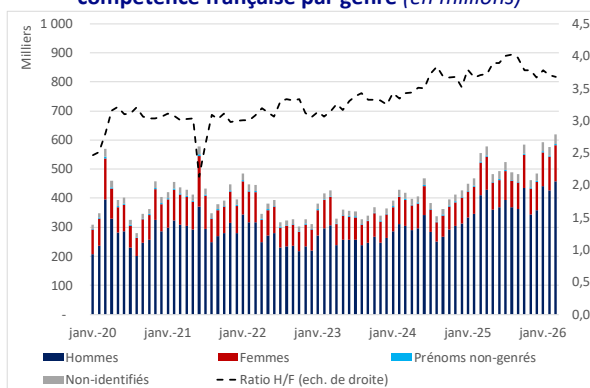
<sup>223</sup> Les données du reporting MiF ne sont collectées que depuis 2018. En conséquence, il n'est pas possible d'avoir de visibilité sur l'activité des investisseurs avant cette date et de savoir avec certitude si un investisseur détenait des titres auparavant. Ainsi, les investisseurs sont ici considérés comme nouveaux s'ils apparaissent pour la première fois dans le reporting à partir de janvier 2020. En conséquence le biais de sélection lié à l'identification de nouveaux investisseurs est limité, au plus il s'agit d'investisseurs inactifs pendant au moins 7 ans.

L'attrait pour les ETF réside aussi dans leur capacité à proposer un support d'investissement théoriquement diversifié car suivant souvent la performance d'un indice. La plupart des transactions sur ETF s'est ainsi concentrée sur des indices internationaux offrant une exposition sur plusieurs secteurs d'activité, S&P 500 et Euro Stoxx 600 notamment, voire plusieurs zones géographiques, tels que les indices MSCI World (Tableau 7). Cependant, il convient de rappeler que la diversification proposée sur certains indices, même internationaux, n'est pas parfaite (prépondérance des valeurs américaines et du secteur de la technologie).

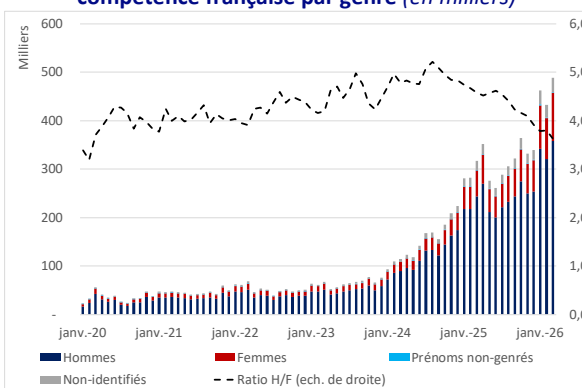
#### 4.2.1. Les inégalités hommes-femmes face à l'investissement se maintiennent dans la négociation en détention directe

Les données du *reporting* des transactions ne permettent pas d'identifier le genre de l'investisseur. Néanmoins, à partir de leur prénom et en mobilisant les données de l'Insee sur les prénoms distribués à la naissance en France et le genre associé, il est possible d'en déduire la répartition de l'activité entre hommes et femmes.

**Graphique 127 : Nombre de transactions sur actions de compétence française par genre (en millions)**



**Graphique 128 : Nombre de transactions sur ETF de compétence française par genre (en milliers)**



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

##### □ Des écarts persistants

L'écart entre la négociation en bourse des hommes et des femmes est structurel et s'est même creusé au cours des dernières années. La hausse de l'activité des particuliers depuis 2020 a principalement été portée par les investisseurs masculins, comme l'indique la hausse du ratio hommes/femmes des transactions sur actions (Graphique 127). Cet écart peut être lié à l'aversion pour le risque plus important des femmes. En effet, le Baromètre de l'épargne et de l'investissement indique que seules 34 % des femmes acceptent de prendre des risques pour leurs placements contre 57 % des hommes<sup>224</sup>. Cette aversion peut expliquer que seules 24 % des femmes investissent en détention directe (en bourse depuis un compte-titres ou un PEA, dans le cadre de financements participatifs ou en crypto-actifs), contre 45 % des hommes. Elles sont aussi moins nombreuses que les hommes à considérer avoir des connaissances en matière de produits d'épargne et de placements financiers (28 % contre 51 %). Dans un article récent, Beutel et Weber (2026)<sup>225</sup> ont constaté que les informations boursières sont perçues comme plus coûteuses à obtenir pour les femmes (à niveau de revenu, d'emploi, d'éducation et de détention de titres équivalent).

##### □ Des motifs d'inversion de tendance

Sur les derniers mois, la hausse de la négociation sur actions a été proportionnellement plus forte chez les femmes que les hommes. Le ratio des transactions initiées par les hommes relativement aux femmes est passé de 4 à 3,7 depuis octobre 2025. Les femmes ont fortement accompagné la hausse de la négociation sur ETF, avec un nombre de transactions qui a presque doublé en 2025 (Graphique 128). Près de 34 % de la hausse des transactions sur ETF en 2025 peut leur être attribuée alors qu'elles ne représentaient que 17 % des échanges. Pour les ETF, le ratio homme/femmes est dans une dynamique quasiment exclusivement décroissante depuis août 2024 passant de 5,2 à 3,6 en mars 2026.

<sup>224</sup> AMF (2026). [Les femmes et l'investissement \(Focus du baromètre de l'épargne et de l'investissement\)](#).

<sup>225</sup> Beutel, J., & Weber, M. (2026). Beliefs and portfolios: Causal evidence. *The Review of Financial Studies*, hbag011.

### 4.3. INTÉRÊT DES PARTICULIERS POUR LES CRYPTO-ACTIFS

Les crypto-actifs continuent de susciter l'intérêt des investisseurs français. D'après le Baromètre de l'épargne et de l'investissement 2025, 9 % des Français qui déclarent avoir mis de l'argent de côté au cours des douze derniers mois<sup>226</sup> ont investi en crypto-actifs, contre 8 % en 2024. La tendance devrait se renforcer en 2026 puisque 13 % de ceux qui envisagent de mettre de l'argent de côté (47 % de la population), désirent investir sur des crypto-actifs. Il s'agit de la même proportion que les individus envisageant d'investir en bourse<sup>227</sup> (13 %). La part de Français détenant des crypto-actifs est aussi proche de celle des Français détenant des actions individuelles cotées en direct<sup>228</sup> avec 9 % pour les premiers et 11 % pour les seconds en 2025.

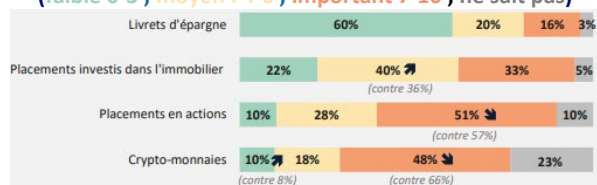
Ces comportements se traduisent par une convergence de la perception du risque associé à l'investissement en actions d'une part et en crypto-actifs d'autre part :

- 48 % des Français considèrent que les crypto-actifs portent un risque élevé, une proportion en forte baisse par rapport aux 66 % rapportés en 2024 ;
- 51 % considèrent que les actions portent un risque élevé (Graphique 129).

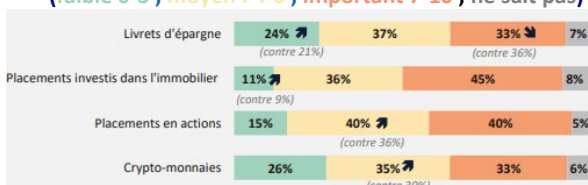
Seuls 26 % des Français estiment désormais que l'investissement en crypto-actifs est faiblement adapté à un objectif de long terme.

Ces résultats doivent néanmoins être lus et interprétés en se rappelant du contexte dans lequel s'est déroulée l'enquête du Baromètre : les données d'enquête peuvent en effet être sensibles à la conjoncture. Les participants ont répondu aux questionnaires entre le 19 septembre et le 3 octobre 2025, à un moment où les crypto-actifs, et le Bitcoin notamment, atteignaient de nouveaux records historiques (plus de 120 000 dollars pour le Bitcoin le 3 octobre 2025). La perception du risque alors que l'actif était dans une dynamique fortement ascendante depuis plusieurs mois a pu affecter les répondants. À l'inverse, huit mois plus tard (fin mai 2026), le Bitcoin avait perdu près de 40 % de sa valeur. Une enquête réalisée à cette date pourrait aboutir à des conclusions différentes.

**Graphique 129 : Perception du niveau de risque par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10 (faible 0-3 ; moyen : 4-6 ; important 7-10 ; ne sait pas)**



**Graphique 130 : Perception du niveau de performance attendue par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10 (faible 0-3 ; moyen : 4-6 ; important 7-10 ; ne sait pas)**



#### □ Les crypto-actifs : des actifs risqués et imprévisibles

En dépit de la convergence apparente des perceptions des Français concernant les crypto-actifs et les actions en général, il est important de souligner qu'objectivement, les premiers impliquent un risque plus élevé qu'un portefeuille diversifié de titres de capital. Ainsi, l'amplitude de variation quotidienne du Bitcoin est fréquemment au moins deux fois supérieure à celle des actions du CAC 40 (entre 2 et 8 % pour le Bitcoin depuis 2024, autour de 2 % en moyenne pour les composantes du CAC 40 sur la même période, avec un pic à 4 % en avril 2025).

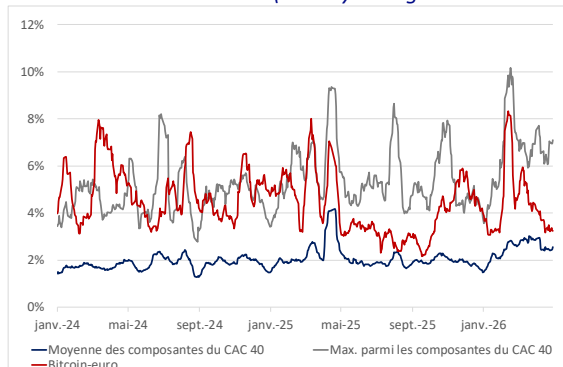
En dehors du début de l'année 2025 où elle a fortement baissé, la volatilité du crypto-actif est proche de celle de la composante du CAC 40 connaissant la plus forte amplitude de variation de cours chaque jour (série en gris dans le Graphique 131). L'investissement sur le Bitcoin indique un profil de risque très élevé puisque cela équivaut à être exposé chaque jour à la composante la plus volatile du CAC 40.

<sup>226</sup> Ces « épargnants déclaratifs » (tous supports confondus) représentent 75 % des sondés.

<sup>227</sup> L'investissement en bourse rassemble les investissements en assurance-vie multi supports, PEA, PER, compte titres, épargne salariale (PEE et PERCO), financements participatifs (crowdfunding).

<sup>228</sup> Actions individuelles d'entreprises cotées dans un compte titres ou un PEA.

**Graphique 131 : Volatilité approchée par l'amplitude de variation quotidienne des composantes du CAC 40 et du Bitcoin (en moyenne glissante sur deux semaines)**



Source : Refinitiv.

#### 4.4. OFFRE DE PRODUITS AUX INVESTISSEURS PARTICULIERS : UN RYTHME D'INNOVATION RAPIDE

Si l'intérêt des investisseurs particuliers se concentre aujourd'hui principalement sur les ETF « traditionnels » (section 4.3), l'innovation financière se traduit par le développement d'une offre de produits de plus en plus diversifiée, qu'il s'agisse d'ETF mettant en œuvre des stratégies variées (section 3.6), de contrats dits « perpétuels » (cf. chapitre 2, encadré 9)<sup>229</sup> ou encore de marchés de prédiction.

La présente section revient plus particulièrement sur deux évolutions : le développement de l'offre de produits structurés destinée aux investisseurs particuliers en France et l'essor des marchés de prédiction aux États-Unis, ainsi que les enjeux qu'il soulève pour l'Europe.

##### 4.4.1. Produits structurés

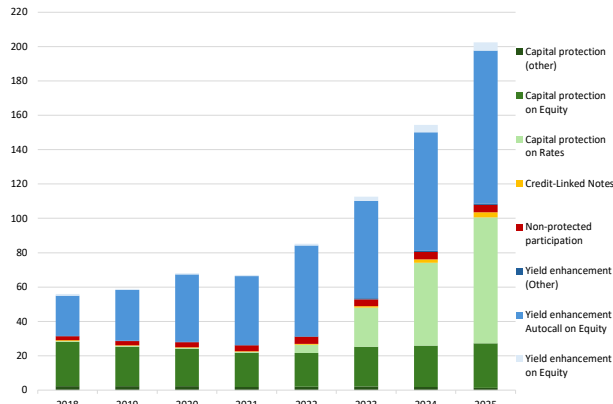
###### □ En forte croissance, le marché se renouvelle rapidement

La croissance du marché des produits structurés, constitué en premier lieu d'*autocalls*<sup>230</sup>, se poursuit à un rythme accéléré en France (Graphique 132). La commercialisation des produits, à 80 % via l'assurance-vie, a permis, en quatre ans, de tripler leurs encours à 204 milliards de notionnel fin 2025. Les caractéristiques très spécifiques des produits, déclinés par vagues de commercialisation, types de sous-jacent, et structures optionnelles aux multiples paramètres, limitent les capacités d'analyse et de comparaison. L'examen de grandes catégories de produits permet toutefois de constater l'évolution rapide de la nature des produits commercialisés. La structure des produits, et la demande de rendement des investisseurs, sont en effet très sensibles aux conditions de marché, en premier lieu au niveau des taux d'intérêt.

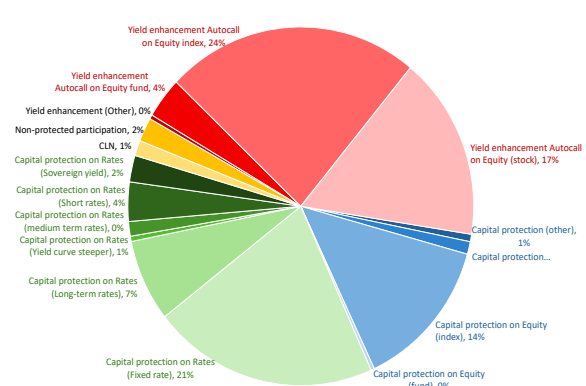
<sup>229</sup> Les contrats dits « perpétuels » offrent une exposition analogue aux CFD (*contracts for difference*), dont la commercialisation aux investisseurs de détail est interdite dans plusieurs juridictions européennes, dont la France. [Une communication de l'ESMA de février 2026](#) a d'ailleurs rappelé aux entreprises d'investissement l'obligation d'évaluer si l'offre de nouveaux produits, en particulier de contrats perpétuels, relève du champ d'application de mesures nationales existantes concernant les CFD.

<sup>230</sup> Produit structuré : placement – en général un titre de créance, parfois un fonds d'investissement – dont la valeur et la performance, et souvent la date d'échéance, dépendent de la réalisation de conditions sur l'évolution d'un actif financier sous-jacent (indice boursier, action unique, référence obligataire, etc.) conformément à une formule fixée lors de la souscription, précisant le calcul du rendement.

**Graphique 132 : France – Encours de produits de détail structurés (milliards d'euros)**



**Graphique 133 : France – Détail de la structure des encours de produits de détail structurés à fin 2025**



Source : Structured Retail Products, Derivia Intelligence Ltd, graphique AMF. Note méthodologique : Les données portent sur les montants initialement souscrits, et ne couvrent pas les opérations en cours de vie du produit (rachats partiels, arbitrages, etc.) qui viennent en déduction, ce qui tend à surestimer les encours. Capital protection : produits avec remboursement minimal du capital investi à l'échéance supérieur ou égal à 90 % du montant initial (hors risque de défaut de l'émetteur).

On constate ainsi un essor de produits indexés à des taux d'intérêt offrant en général un degré de protection du capital<sup>231</sup>, qui étaient quasi-inexistants avant 2022, lorsque les taux d'intérêt étaient bas. Après avoir commercialisé d'autres produits de ce type<sup>232</sup>, les banques ont notamment promu des « phoenix »<sup>233</sup> reposant sur des obligations d'État américaines (indice CMT à échéance constante) ou françaises (indice Tec10)<sup>234</sup>, dont les coupons, de l'ordre de 7 %, ont attiré une importante collecte<sup>235</sup>. Les produits sur indice américain ont notamment été distribués auprès de sociétés de gestion de patrimoine suisses, et ceux sur OAT/Tec10 aux particuliers via l'assurance-vie en France. Depuis 2025, la hausse des taux d'intérêt au-delà de seuils qui avaient en général été fixés entre 3,0 % et 3,5 % a désactivé le versement des coupons pour des milliards d'encours de produits sur Tec10<sup>236</sup>, ce qui a pu contrarier les espérances de rendement des investisseurs.

L'innovation en matière de produits structurés se caractérise aussi par l'émergence en Europe de produits plus "exotiques", par exemple indexés sur de nouvelles classes d'actifs<sup>237</sup>, comme les crypto-actifs ou, récemment, les marchés de prédiction<sup>238</sup>. Le britannique Marex a par exemple lancé en avril 2026<sup>239</sup> un produit offrant un coupon de 7 % tant que les prédictions à un an placent Nvidia Corporation au premier rang des entreprises mondiales, le paiement étant conditionnel mais le capital investi protégé (hors risque de crédit de l'émetteur).

<sup>231</sup> Les produits indexés sur l'action Stellantis illustrent la probabilité de réalisation de pertes liées au franchissement des barrières de protection de produits sur actions. Les Echos ; "Il y aura de la casse" : ces 2,5 milliards d'euros qui se sont envolés à cause des produits structurés Stellantis, 05/05/26. Notons de surcroît que l'utilisation par ces produits d'indices à décrétement (surtout en points) accroît la probabilité de perte.

<sup>232</sup> Par exemple, des obligations convertibles inversées de maturité courte, ou des obligations remboursables à taux fixe pouvant verser des coupons de plus de 5 % en contrepartie de l'offre à l'émetteur d'une option de remboursement anticipé (activée après une période fixée).

<sup>233</sup> Ne cumulant pas les intérêts, les phoenix versent un coupon périodique tant que le sous-jacent reste dans des limites spécifiées au départ, les barrières de versement des coupons et de protection du capital étant typiquement inférieures à celle de rappel automatique.

<sup>234</sup> Tec10 : Taux de l'échéance constante représentant le taux de rendement actuariel d'une Obligation Assimilable du Trésor français fictive d'échéance perpétuellement égale à exactement 10 ans. Cet indice de la Banque de France est diffusé par l'Agence France Trésor. CMT : Constant Maturity Treasury, équivalent pour les obligations d'État américaines, calculé pour différentes maturités (cf. OFR). Ces indices facilitent la création d'autocalls. L'allemand Solactive, par exemple, en a créé de similaires pour l'Espagne, l'Allemagne et l'Italie.

<sup>235</sup> Playing the yield: rates rev up structured products, Risk.net, 10/12/25 fait état d'environ 10 milliards de dollars d'émissions.

<sup>236</sup> Depuis la mi-août 2025, le Tec10 n'a été inférieur à 3,5 % que du 15/10/25 au 23/10/25 et du 16/02/26 au 2/03/26.

<sup>237</sup> L'innovation prend de multiples formes. Elle consiste par exemple aussi à utiliser des sous-jacents gérés activement. L'autorité de supervision suisse FINMA a constaté des manquements graves dans la commercialisation par les gestionnaires de fortune de produits complexes tels que les produits structurés et les certificats activement gérés (AMC) (cf. 4.2.3 de la Cartographie des risques de 2024 sur les AMC).

<sup>238</sup> Cf. section suivante dédiée spécifiquement à ce marché.

<sup>239</sup> Selon Binance (Marex Group issues the world's first bond-like notes linked to prediction markets du 04/04/26), le produit n'est pas commercialisé aux Etats-Unis, et fait l'objet à son lancement de 10 millions de dollars d'investissements institutionnels suisses.

### □ La distribution au cœur des dynamiques du marché

Le rendement facial des produits structurés est en général attractif, mais plafonné et conditionnel. Il importe de noter ici que le niveau de risque croît avec le rendement offert, ce qui est logique, mais que la structuration tend à limiter la conscience qu'en a l'investisseur, dès lors qu'il ne peut pas facilement probabiliser les différentes circonstances possibles prévues par le produit. D'autre part, en règle générale, les protections en capital offertes sont partielles et, pour les produits de sous-jacent actions, ne protègent pas nécessairement contre les risques extrêmes (e.g. les baisses d'indice au-delà d'un seuil prédéfini)<sup>240</sup>. Le recours à des indices propriétaires, e.g. à décrétement, a aussi complexifié la lisibilité de l'offre<sup>241</sup>. Ces facteurs de complexité soulignent l'importance d'une distribution adaptée des produits.

Les produits structurés sont en général créés à l'initiative de leurs distributeurs, et, de fait, leurs caractéristiques varient en fonction du mode de distribution. Les produits distribués par placement privé (sans offre au public, donc exemptés de publication d'un prospectus) sont, en général, plus complexes et risqués. *A contrario*, les produits distribués en offre au public, et requérant donc un prospectus, sont généralement plus standard.

Le pôle commun de l'ACPR et de l'AMF<sup>242</sup> a noté l'insuffisance du respect des exigences d'identification des marchés cibles et d'évaluation des connaissances et de l'expérience des clients. Il a aussi souligné des défauts de communication d'information *ex ante* des investisseurs sur les frais. Sans préjuger de leurs performances, les produits structurés peuvent être relativement onéreux et leurs coûts difficiles à appréhender : certains frais sont inclus dans la performance du produit, d'autres apparaissent plus explicitement. Aux frais d'entrée (Tableau 8) peuvent s'ajouter des frais de traitement ou d'exécution d'ordres, et des frais en cas de sortie anticipée du produit<sup>243</sup>. Des frais associés à l'enveloppe d'assurance-vie ou à la conservation du compte titres sont également prélevés par ailleurs.

**Tableau 8 : Estimation de la répartition des frais des produits structurés (de 2023 au S1 2025) \***

	Frais moyens	Frais minimaux	Frais maximaux
<b>Distributeur final<sup>i)</sup></b>	3,15 %	0,90 %	7,11 %
CIF CGP <sup>ii)</sup>	3,95 %	2,00 %	7,11 %
PSI <sup>iii)</sup>	2,69 %	0,90 %	6,50 %
Distributeurs intermédiaires	1,07 %	0,00 %	7,00 %
Assureur	0,56 %	0,00 %	1,50 %
<b>Coût d'entrée total</b>	<b>5,83 %</b>	<b>1,20 %</b>	<b>13,16 %</b>
Coût de sortie <sup>iv)</sup>	0,71 %	0,00 %	2,60 %

Source : Rapport Distribution, frais et performance des produits structurés, Pôle commun AMF ACPR, 22 juin 2026.

Note : Sur la base d'un échantillon de 60 titres de créance structurés, soit 18 émetteurs et 20 distributeurs (rémunération des distributeurs intermédiaires exceptée, basée sur leurs déclarations). i) Hors gestion de portefeuille pour compte de tiers ; ii) CIF CGP : Conseillers en Investissement Financier et Conseillers en Gestion de Patrimoine. iii) PSI : prestataire de services d'investissement. iv) 42 des 60 produits sous revue (71 %) ont des coûts de sortie à 0,50 % si le client décide de sortir avant l'échéance. Tableau réalisé sur la base de données déclaratives.

\* Frais explicites uniquement (information des Document d'Informations Clés ou des Conditions Générales ou dépliant tarifaires pour les enveloppes), donc hors frais annuels des enveloppes d'assurance-vie et hors frais implicites intégrés à la performance des produits.

<sup>240</sup> 14 % des produits offrent une protection totale et inconditionnelle du capital à l'échéance sous réserve de conservation jusqu'au terme et de la solvabilité de l'émetteur ; 26 % n'offrent aucune protection en capital et 60 % qu'une protection partielle et/ou conditionnelle (Pôle commun AMF-ACPR, 2026).

<sup>241</sup> Le décrétement est un mécanisme qui retranche de la performance du sous-jacent (e.g. un indice à dividende réinvestis) un montant prédéterminé pour couvrir l'émetteur du produit du risque de dividende auquel il l'expose.

<sup>242</sup> Cf. [Étude sur la distribution, les frais et les performances des produits structurés](#) du Pôle commun ACPR-AMF du 22/06/26.

<sup>243</sup> Cf. également informations fournies par l'OPEF sur ce point.

**Encadré 14 : Sélection d'analyses récentes sur les marchés de produits structurés**

Outre les travaux de supervision continue effectués par les services de l'AMF (examen *a priori* de la complexité des structurations, contrôle des documentations promotionnelles), des analyses ont été menées dernièrement sur les marchés de produits structurés :

**☐ Travaux d'études et analyses des risques :**

Suite à l'étude Demartini et Mosson (2022)<sup>244</sup> la cartographie des marchés et des risques de l'AMF a examiné à de multiples reprises la croissance du marché et les risques induits, tant pour les investisseurs que pour le fonctionnement des marchés (compte tenu des impacts de marché des stratégies de couverture des PSI qui administrent ces produits)<sup>245</sup>. Les éditions de la cartographie des risques et les travaux du Conseil scientifique de l'AMF ont précisé les apports de la littérature académique sur le sujet<sup>246</sup>.

**☐ Rapport annuel de l'Observatoire des produits d'épargne financière (OPEF) du Comité consultatif du secteur financier de la Banque de France :**

S'appuyant sur des données de la base SRP, le rapport annuel 2025 de l'OPEF dédie une section au marché des produits structurés (évolution de la taille du marché, performances et frais)<sup>247</sup>.

**☐ Rapport d'un groupe de travail de trois commissions consultatives de l'AMF (commissions consultatives "Gestion et investisseurs institutionnels", "Épargnants", "Organisation et fonctionnement du marché") :**

Les analyses d'un groupe de travail visant, dans le cadre réglementaire existant, à évaluer la qualité et la lisibilité de l'information communiquée aux épargnants dans le cadre de la commercialisation des produits structurés auprès du grand public (hors assurance-vie) au regard notamment des risques liés à la complexité des produits et des frais, ont donné lieu à la publication d'une étude début 2026<sup>248</sup>.

**☐ Publications du Pôle commun AMF-ACPR :**

Des travaux ont été initiés en 2024 pour analyser le marché (caractéristiques des produits et collecte) et la distribution de produits sur la base d'une collecte de données auprès de 10 banques concentrant l'essentiel de la commercialisation aux particuliers en France. Ils ont donné lieu à la publication d'une cartographie du marché en avril 2025.

Dans le prolongement de la publication de cette cartographie, en avril 2025, le Pôle commun a engagé une nouvelle phase d'étude portant sur la distribution, les frais et la performance de ces produits. Une synthèse des principaux constats relatifs à la distribution a été publiée le 22 juin 2026<sup>249</sup>.

**4.5. ESSOR DES MARCHÉS DE PRÉDICTION : ENJEUX EUROPÉENS****☐ Contrats sur prédictions et événements : caractérisation d'un marché en croissance rapide**

Né dans les années 90 aux États-Unis dans les milieux universitaires, le marché de prédiction y a gagné en popularité lors des élections présidentielles de 2024. Deux principales plateformes ont alors émergé : Polymarket et Kalshi. Des acteurs régulés tels que CME Group<sup>250</sup>, ForecastEx, Crypto.com, et Robinhood sont aussi présents sur le segment. Le marché est constitué de plateformes dont les participants prennent des positions spéculatives via des contrats à terme offrant un gain lorsque la prévision ou l'événement auquel ils font référence se réalise

<sup>244</sup> Demartini A., N. Mosson (2022), [Evolution de la complexité des produits structurés commercialisés en France. Bilan de l'action de l'AMF.](#)

<sup>245</sup> En particulier, la section 2.1.5. de la [Cartographie 2020](#) a traité des besoins de couverture des *autocalls* et des risques de marché induits pouvant affecter la stabilité financière et le 4.2.2. les risques pour les investisseurs ; le 2.1.4. de la [Cartographie 2022](#) a réexaminé les risques de marché et le 4.4.6. les enjeux de protection des investisseurs (complexité, intelligibilité du couple rendement-risque, frais) ; le 4.2 de la [Cartographie 2023](#) a examiné l'innovation à l'aide de données de SRP (sous-jacents, structures). L'Encadré 8 précisait l'application aux *autocalls* de la doctrine AMF sur les produits complexes, l'Encadré 9 certains éléments de littérature e.g. sur les biais des investisseurs (ignorance des événements rares, excès de confiance) et certains conflits d'intérêt des émetteurs ; le 4.2.3 de la [Cartographie 2024](#) mentionnait l'apparition des AMC et l'Encadré 16 la matérialisation de risques en Corée en 2023.

<sup>246</sup> Cf., en particulier, Encadré 9 de la [Cartographie 2023 et réunion du Conseil scientifique de l'AMF du 07/02/25.](#)

<sup>247</sup> [Rapport annuel 2025 de l'Observatoire des produits d'épargne financière](#), 30/09/25.

<sup>248</sup> [Étude des bonnes pratiques pour améliorer lisibilité et compréhension des produits structurés distribués aux particuliers en France](#), 28/01/26.

<sup>249</sup> Cf. [Cartographie des produits structurés commercialisés auprès des investisseurs particuliers en France](#), 01/04/25 et [Distribution, frais et performance des produits structurés](#), 22/06/26.

<sup>250</sup> Par ailleurs, ICE, propriétaire du NYSE, a investi 2 milliards de dollars dans Polymarket fin 2025, le valorisant à 9 milliards de dollars (vs. 11 milliards de dollars pour Kalshi). Le Cboe lance aussi sa plateforme (cf. [Cboe Introduces innovative prediction markets framework, expanding choice beyond yes-or-no outcomes](#), 09/03/26.

(*forecast/event contracts*). Fondamentalement, le contrat lie les participants faisant un pari à ceux qui font le pari inverse. D'une maturité allant de quelques minutes à plusieurs mois, les contrats sont binaires<sup>251</sup> : les gagnants, dont les prédictions se sont réalisées, se partagent l'ensemble des mises de départ, celles des perdants comprises, et réalisent donc un gain. Les investisseurs paient une commission, souvent faible. Certains contrats peuvent être tokenisés (sur Polymarket par exemple) ou prévoir la rémunération des mises investies (sur ForecastEx).

Les contrats proposés peuvent porter sur des résultats électoraux, des niveaux d'indicateurs économiques, des événements géopolitiques, des compétitions sportives ou tout autre événement, comme le nombre d'hectares qui brûleront lors d'un incendie de forêt en Californie, le retour de Jésus-Christ sur Terre avant la fin d'année ou l'utilisation du mot "TikTok" par le président américain Donald Trump<sup>252</sup>. Les contrats sur événements sportifs, assimilables à des jeux de hasard, sont légalement reconnus comme tels dans certaines juridictions. Certains contrats liés aux marchés de valeurs mobilières – se référant, par exemple, au niveau de prix d'un titre à un moment donné, à des résultats financiers, ou aux événements affectant des entreprises – peuvent être assimilés à des instruments financiers.

Le développement du secteur est attesté par la très forte croissance des montants échangés, par la participation accrue d'institutionnels<sup>253</sup>, et par la démultiplication de l'offre. Le volume annuel des échanges<sup>254</sup> serait passé de 15,8 milliards de dollars en 2024 à environ 63,5 milliards de dollars en 2025, la liquidité se concentrant surtout sur quelques plateformes, notamment Polymarket et Kalshi. Cette dynamique se poursuit en 2026, et certains analystes anticipent sur ces bases une poursuite de la croissance exponentielle du marché<sup>255</sup>.

Les possibilités d'extension du marché en dehors des États-Unis soulèvent des interrogations en termes de risques, mais aussi en termes de cadre réglementaire et de supervision applicable – en premier lieu sur les qualifications juridiques des produits et activités concernés.

#### ❑ Des risques liés aux processus informationnels

Le prix des contrats traduit et met à jour, en temps réel, la perception de la population des parieurs quant à l'occurrence des événements, ce qui par un glissement épistémologique, peut être perçu par certains comme des probabilités implicites de réalisation des événements concernés<sup>256</sup>. La liquidité du marché accroît sa capacité à agréger l'information pertinente, son contenu et sa précision. On peut considérer que ces sondages d'opinion en temps continu sont susceptibles d'améliorer l'efficacité des marchés financiers, en induisant des externalités informationnelles positives, surtout là où l'information prospective fait défaut. De fait, les intervenants de marché traditionnels, y compris les économistes des banques centrales, utilisent de plus en plus cette source d'information, parfois en lieu et place des sondages d'opinion. Leurs anticipations peuvent ainsi influencer celles des acteurs (publics et privés) des marchés de capitaux et leurs décisions<sup>257</sup>.

Alors que la transparence des acteurs est relativement limitée et que le cadre réglementaire applicable est toujours en cours de développement, deux types de risques pour l'intégrité des marchés paraissent particulièrement prégnants :

- **Un risque d'exploitation d'informations privilégiées** utiles à la prédiction des événements concernés, au détriment des intervenants non informés. Par exemple, en 2025, les organisateurs du prix Nobel de la paix

<sup>251</sup> NB : Le Cboe lance cependant des contrats directionnels proportionnant les gains au degré de réalisation de la prédiction (cf. note précédente).

<sup>252</sup> Source : [Prediction markets: the hunt for the new 'dumb money'](#), Financial Times 03/04/26.

<sup>253</sup> Cf. e.g. Jamal Bouoiyour, L'essor des marchés de prédiction attire désormais les acteurs traditionnels de la finance, Le Monde, 28/03/26.

<sup>254</sup> Source : [Yahoo Finance \(2026\); Prediction markets grew 4X to USD 63.5bn in 2025, but risk structural strain: Certik](#); 10/02/26. Selon Chepkova T. (2026); Why brokers and exchanges are racing into prediction markets – and what comes next; Finance Magnates, 04/02/26 cité par KPMG.

<sup>255</sup> Cf. e.g. [Prediction markets will grow to \\$1 trn by 2030, Bernstein estimates](#), CNBC du 14/04/26.

<sup>256</sup> Cf. discussion par Wolfers J., E. Zitzewitz (2006); [Interpreting prediction market prices as probabilities](#), NBER Working Paper 12200.

<sup>257</sup> Selon une étude de la Réserve fédérale américaine (Diercks A., J. Katz, J. Wright (2026), [Kalshi and the rise of macro markets](#), FRB Discussion Papers, Feb.) " *prediction markets can serve as a valuable complement to existing forecast tools in both research and policy settings*". De nombreux exemples d'analyses de banques commerciales faisant par exemple référence aux prédictions des résultats d'élections politiques sont identifiés.

ont ouvert une enquête sur une possible fuite après la multiplication des paris sur l'attribution du prix à la dirigeante de l'opposition vénézuélienne M<sup>me</sup> Machado dans les heures précédant l'annonce officielle. Lorsqu'elle porte sur une information privilégiée au sens du droit boursier<sup>258</sup>, l'exploitation d'information constitue de fait un délit d'initié<sup>259</sup>.

- **Un risque de manipulation** de l'événement de référence du contrat. Ce risque a été illustré en avril 2026 en France par la plainte déposée par Météo-France pour suspicion d'altération de son matériel de mesure de température, la température ayant fait l'objet de paris, en l'occurrence très profitables pour certains<sup>260</sup>. La manipulation de marché peut aussi s'effectuer en adoptant des comportements stratégiques, comme la concentration des positions, éventuellement en s'endettant (effet de levier), pour influencer les anticipations sur les contrats traités, et *in fine* leurs prix.

Le risque pour les particuliers provient aussi de la capacité de certains intervenants, qui tendent à concentrer une large partie des gains réalisés sur ces marchés (Graphique 134), à mettre en œuvre, surtout sur les *fast markets* (voir ci-après), des stratégies algorithmiques et à faible latence. En toute légalité, celles-ci arbitrent entre les marchés et traitent l'information pertinente plus vite que ne peut le faire un humain<sup>261</sup>.

#### □ Des risques pour la protection des investisseurs, dans un contexte de *gamification*

Le développement des marchés de prédiction, appuyé par des stratégies de *marketing* et d'influence sur les réseaux sociaux (qui attestent de sa dimension lucrative pour les opérateurs<sup>262</sup>), cible avant tout une population jeune (cf. tableau), et constitue un enjeu de protection des investisseurs.

**Tableau 9 : Participation des particuliers sur les « nouveaux marchés », par génération**

<i>Currently invested in or considering in 2026</i>	<i>U.S. Adults</i>	<i>Gen Z</i>	<i>Millennials</i>	<i>Gen X</i>	<i>Boomers+</i>
<i>Crypto</i>	24 %	32 %	35 %	20 %	8 %
<i>Sports betting / prediction markets</i>	17 %	32 %	24 %	10 %	3 %
<i>Options</i>	13 %	17 %	18 %	14 %	4 %
<i>Meme stocks</i>	9 %	14 %	13 %	6 %	2 %

Source : Northwestern Mutual (2026). Note : GenZ = 18-28 ans, Millennials = 29-45 ans, Gen X = 46-61 ans.

Selon Keyrock, un teneur de marché, les profits les plus importants sont concentrés par quelques utilisateurs : 740 comptes, une infime fraction des plus de 2 millions de participants à la plateforme concentrent 15,2 milliards de dollars de profits – soit plus des 2/3 des gains totaux sur Polymarket<sup>263</sup>. Des chercheurs canadiens<sup>264</sup> considérant plus de 2,4 millions d'utilisateurs de Polymarket, pour un volume de transactions de 67 milliards de dollars et 588 millions de transactions, constatent aussi l'extrême concentration des profits : "1 % des utilisateurs les plus performants captent 76,5 % des gains (...) Les gains profitent presque exclusivement aux traders expérimentés qui utilisent des ordres à cours limité à des prix avantageux par rapport aux résultats obtenus". Les gros gagnants font ainsi paraître ces marchés comme plus lucratifs qu'ils ne sont en moyenne (Graphique 134). De façon plus générale, Akey et al. (2026) établit qu'environ 69 % des comptes perdent de l'argent sur Polymarket.

<sup>258</sup> Selon l'article [621-1 du Règlement Général de l'AMF](#) "Une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés".

<sup>259</sup> Une discussion de la compétence des autorités financières est proposée ci-après.

<sup>260</sup> Le 6 avril 2026, la température mesurée par un capteur de Météo-France proche de l'aéroport Charles-de-Gaulle a crû de 4°C en 12 min à plus de 22°C alors que d'autres sources indiquaient des valeurs moindres et que le consensus se situait à 18°C. Sur Polymarket, un utilisateur ayant misé sur une température de plus de 21°C a gagné 13 990 \$. Un autre gain de 21 000 \$ le 15 avril a renforcé le soupçon de manipulation du capteur. Météo-France a porté plainte auprès de la gendarmerie des transports aériens de Roissy "pour altération du fonctionnement d'un système de traitement automatisé de données". Cf. e.g. [La France enquête sur une fraude météo](#), Euronews, 23/04/26.

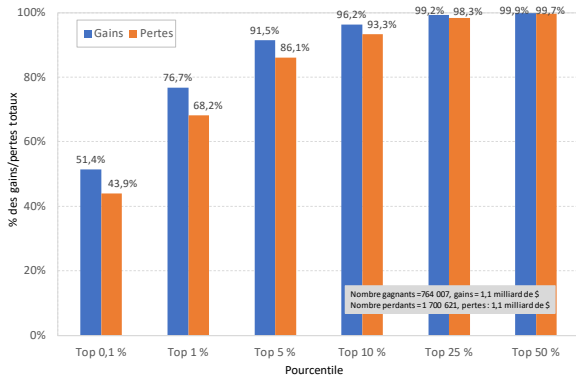
<sup>261</sup> E.g. [Prediction markets are turning into a bot playground](#) Finance Magnates 16/03/26, [Prediction markets are becoming algorithmic trading venues as AI moves in](#), Finance Magnates 05/05/26, [Why almost everyone loses—except a few sharks—on prediction markets](#), WSJ 03/05/26.

<sup>262</sup> [Vanguard chief warns of 'financial exploitation' by prediction markets](#), Financial Times du 23/04/26 souligne les craintes de M. Ramji, CEO de Vanguard, de conflits d'intérêt des promoteurs des plateformes et d'impacts négatifs sur les particuliers et "leur foi dans le système".

<sup>263</sup> Source : [Prediction markets: the hunt for the new 'dumb money'](#), Financial Times 03/04/26.

<sup>264</sup> Akey P., V. Grégoire, N. Harvie, C. Martineau (2026); [Who wins and who loses in prediction markets? Evidence from Polymarket](#).

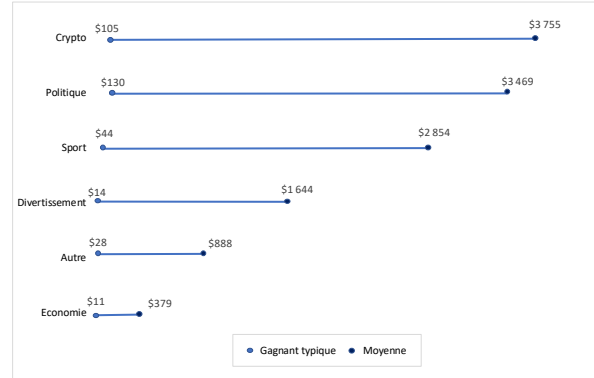
**Graphique 134 : Concentration des gains et pertes sur Polymarket**



Source : Akey et al. (2026).

Note : À l'exclusion de 7 241 portefeuilles signalés comme suspects de manipulation (wash trades). Pour chaque seuil de percentile (0,1 %, 1 %, 5 %, 10 %, 25 %, 50 %), la barre verte indique la part des gains totaux réalisés par les utilisateurs du groupe le plus performant (du plus au moins performant), la barre rouge indique la part des pertes totales des utilisateurs du groupe le moins performant (du plus au moins performant). Période d'étude : du 11/11/2022 au 29/03/2026.

**Graphique 135 : Profit réalisé médian et moyen des comptes affichant un profit sur Polymarket**



Source : Dune Analytics.

Note : Portefeuilles rentables uniquement (sur la base des profits et pertes réalisés). Un portefeuille peut apparaître dans plusieurs catégories. Les catégories sont attribuées par l'auteur de la requête sur la base des "tags" de marché.

Au vu des pertes enregistrées par la majorité des participants, on s'interroge sur l'intérêt des particuliers, notamment jeunes, pour le marché de prédiction. Un parallèle pourrait être fait avec la *gamification* du trading sur l'investissement en actions des particuliers, notamment *via* les plateformes de néo-brokers qui s'adressent eux aussi avant tout aux jeunes<sup>265</sup>. Certains voient dans cet engouement une forme de "nihilisme financier", une perte de confiance dans la capacité à constituer un patrimoine sur le long terme *via* un investissement patient sur les marchés financiers, et la recherche de voies rapides vers la richesse<sup>266</sup>. En tout état de cause, de multiples biais comportementaux pourraient être à l'œuvre – par exemple des biais de sur-confiance et de disposition observés sur les marchés d'actions – qui restent à évaluer pour les marchés de prédiction.

Le risque d'encourager des comportements spéculatifs ou addictifs est attesté en particulier par la promotion et le succès de contrats de très court terme. En particulier, en octobre 2025, Polymarket a créé un *fast market* de paris sur cryptomonnaies, en lançant des contrats de durée de vie de 15 minutes et d'une heure pariant sur le sens de l'évolution (à la hausse ou à la baisse) des cryptomonnaies dans ces intervalles de temps. Pour l'utilisateur, l'interface se présente comme un tableau de bord affichant des prix en temps réel fluctuant autour d'un "prix à battre" tandis qu'un compte à rebours s'égrène jusqu'à la fin du contrat<sup>267</sup>. La part de marché des contrats à 15 minutes a atteint 20 à 25 % du volume total de Polymarket début 2026 (292 millions de dollars de notional hebdomadaire en février 2026). Des contrats à 5 minutes lancés début 2026 ont, en deux semaines, dépassé – et en partie cannibalisé – le volume sur contrats à 15 minutes. Les volumes traités du 15 février au 30 mars de contrats à 5 minutes se sont élevés à 2,3 milliards de dollars, presque trois fois celui des contrats à 15 minutes (795 millions de dollars)<sup>268</sup>. Les contrats sur Bitcoin concentrent 77 % du volume (410 millions de dollars sur 532 millions de dollars la semaine du 23 mars), les contrats Bitcoin à 5 minutes et 15 minutes comptant pour 72 % des commissions perçues pour des contrats sur cryptomonnaies, soit 9,3 millions de dollars pour le seul Bitcoin 5 min du 7 janvier

<sup>265</sup> Cf. cartographies des risques précédentes. Chapkovski P., M. Khapko, M. Zoican (2021) Does gamified trading stimulate risk taking? Swedish House of Finance Research Paper n°21-25. Broihanne M-H. (2023), Gamification and copy trading in finance: An experiment, show that gamification increases investors' risk-taking; Şenol D., C. Onay (2023); Impact of gamification on mitigating behavioral biases of investors, Journal of Behavioral and Experimental Finance 37.

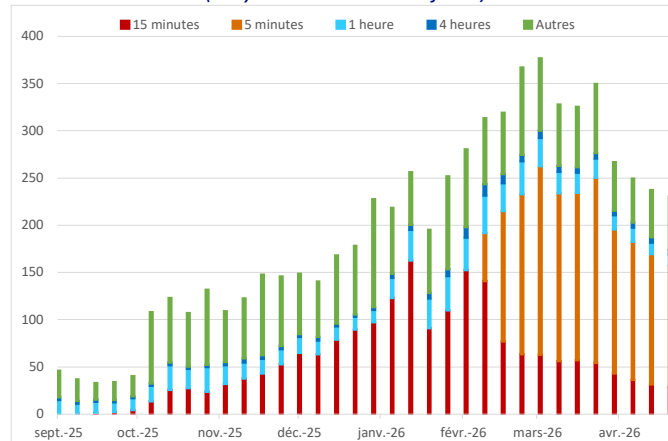
<sup>266</sup> Cf. e.g. Northwestern Mutual (2026), [Planning & Progress Study - Americans' finances are improving - but some still feel behind and turn to prediction markets, sports betting and crypto to catch-up](#), 09/03/26, et [Most prediction market traders don't make a profit—Gen Z and millennials are turning to them anyway](#), CNBC 05/05/26.

<sup>267</sup> Kalshi a créé un marché et des interfaces de similaires, selon le Financial Times, cf. 5-mn bets are the new craze sweeping crypto markets, Financial Times, 13/03/26.

<sup>268</sup> [Faster, Shorter, More Automated: Anatomy of Polymarket's Fastest Markets](#). Blog de Dune, 14/04/26.

au 30 mars 2026<sup>269</sup>. En 83 jours, ce *fast market* a ainsi généré 17,8 millions de dollars de revenus de commissions, et ce sans compter l'extension récente aux contrats sur événements sportifs et d'ordre culturel, qui a porté le total des commissions de la plateforme à 23,7 millions de dollars.

**Graphique 136 : Volume de transactions sur les marchés crypto à court terme de Polymarket  
(moyenne mobile sur 7 jours)**



Sources : Polymarket, Financial Times. Note : les contrats crypto de 15 min sont cotés sur Polymarket depuis le 09/10/25. "Autres marchés de crypto" soustrait le volume à court terme du volume total d'un spectre large de catégories pertinentes.

#### □ Enjeux réglementaires

Aux États-Unis, les contrats sur événements sont, depuis 2024, réglementés au niveau fédéral par la CFTC<sup>270</sup>. Ils évitent ainsi la qualification de paris placés auprès de *bookmakers*, soumis aux lois des États sur les jeux d'argent. Les compétences respectives des autorités fédérales et locales ne sont toutefois pas stabilisées, car des contentieux sont en cours dans plusieurs États concernant l'interprétation de la CFTC.

Au niveau de l'Union européenne, la coexistence du cadre applicable aux jeux d'argent et de la directive MiFID II sur les instruments financiers n'est pas clarifiée, le premier étant de compétence nationale tandis que le second est de compétence communautaire. S'agissant des instruments financiers, des dispositions spécifiques s'appliquent par ailleurs aux options binaires de maturité courte (moins de 90 jours), auxquelles certains contrats de prédiction sont assimilables. De fait, des mesures d'intervention de l'ESMA transposées dans les droits nationaux interdisent la distribution aux particuliers de ces options binaires<sup>271</sup>. Le règlement sur les marchés de crypto-actifs<sup>272</sup> (MiCA) encadre enfin les "*digital representations of a value or of a right*" (dont il distingue trois catégories<sup>273</sup>) dès lors qu'ils sont "*transferred and stored electronically, using distributed ledger or similar technology*". En revanche, il ne s'applique pas aux *tokens* déjà soumis aux règles sur les services financiers (e.g. MiFID II).

Ainsi, la compétence réglementaire pourrait s'avérer multiple, certains produits relevant en France, par exemple, non seulement de la définition des instruments financiers supervisés par l'AMF mais aussi potentiellement de celle

<sup>269</sup> Polymarket, à l'inverse de Kalshi, ne facture en général pas de frais sur la négociation ses contrats mais en a introduit en janvier pour les contrats crypto à 15 min, et entre temps, pour tous ses contrats crypto. Ces frais par transaction, qui peuvent atteindre 1,56 %, visent à dissuader les opérations d'arbitrage algorithmiques.

<sup>270</sup> CFTC release n°9183-26, CFTC reaffirms exclusive jurisdiction over prediction markets in U.S. circuit court filing, 17/02/26. CFTC Chairman Selig; Op-ed, States encroach on prediction markets, 17/02/26. Le 10/06/26, la CFTC a [annoncé](#) développer "un cadre structuré pour évaluer si de tels contrats impliquent une activité [identifiée par la loi] de terrorisme, assassinat, guerre, jeu de hasard ou une conduite illégale en vertu du droit fédéral ou des États — et, le cas échéant, si les contrats sont contraires à l'intérêt public".

<sup>271</sup> Les options binaires sont des "instruments" de *trading* qui permettent de spéculer sur une très courte durée (quelques minutes, quelques heures...) sur l'évolution d'un titre (une action, une monnaie, un indice boursier, etc.) avec deux résultats possibles : la hausse ou la baisse de ce titre (cf. [Communiqué AMF](#) du 28/07/17). Sur les mesures d'intervention de l'ESMA, cf. [Avis relatif à la décision de l'ESMA de renouvellement de l'intervention sur les produits en ce qui concerne les options binaires](#), ESMA 22/03/19. Les mesures de l'ESMA ont depuis été relayées par des mesures nationales.

<sup>272</sup> Pour rappel, les contrats sont tokenisés sur Polymarket.

<sup>273</sup> Les *tokens* de monnaie électronique (EMT), les *tokens* basés sur des actifs (ART) et les autres crypto-actifs.

des jeux d'argent supervisés par l'Autorité nationale des jeux (ANJ). L'ANJ a adopté à ce sujet une approche restrictive, selon laquelle "En France, les sites [des plateformes de marchés de prédiction] ne sont pas autorisés et sont considérés comme des sites de jeux d'argent illégaux"<sup>274</sup>. Sur ces bases, elle a exigé qu'un géo-blocage restreigne l'accès à ces produits depuis le territoire français. Polymarket et Kalshi, en particulier, sont considérés comme contrevenant aux dispositions françaises sur les jeux d'argent et de hasard applicables<sup>275</sup>. D'autres autorités des jeux, en Europe, considèrent ces marchés comme des services de jeu d'argent illégaux.

Des réflexions sont en cours sur cette question d'articulation de compétence au niveau national comme au niveau européen.

#### 4.6. ARNAQUES CIBLANT LES INVESTISSEURS PARTICULIERS

En 2025, le service AMF Épargne Info Service a reçu 11 262 demandes portant sur des arnaques, des acteurs ou des produits non autorisés, soit 37 % de plus qu'en 2024. Les crypto-actifs ont été, de loin, le principal sujet des remontées avec 5 980 cas d'arnaques (en hausse de 37 %). Les réclamations ont également mis en lumière les arnaques sur le marché des change (Forex, 293 réclamations), les faux livrets d'épargne ou compte à terme (238 réclamations) et les faux placements verts (168 réclamations).

L'usurpation d'identité est le principal procédé d'arnaque mentionné avec 2 137 signalements, en hausse de 17 % par rapport à 2024. Les usurpations peuvent concerner tout type d'acteurs : l'AMF a en particulier publié une mise en garde à propos d'escrocs se faisant passer pour ses collaborateurs<sup>276</sup> (40 % des cas d'usurpation signalés en 2025). Les arnaques « au carré » (c'est-à-dire des schémas par lesquels des victimes d'une arnaque sont recontactés par des interlocuteurs qui prétendent les aider à récupérer les fonds perdus moyennant le paiement de frais) se multiplient aussi, avec 1 937 signalements en 2025, soit une hausse de 47 %.

Selon le Baromètre de l'épargne et de l'investissement 2025, 16 % des épargnants français déclarent avoir déjà été victimes d'une escroquerie sur un placement financier. Ils sont même 32 % chez les moins de 35 ans. La vigilance des épargnants doit être d'autant plus renforcée que la digitalisation de l'économie augmente le risque de se faire piéger :

- le recours à l'intelligence artificielle par des individus mal intentionnés facilite l'usurpation d'identité. Plus particulièrement, le développement de *deepfakes*, c'est-à-dire la création d'un contenu vidéo ou audio mettant en scène une personne à des fins malveillantes, et d'arnaques de type hameçonnage de plus en plus personnalisées, rendent les arnaques moins facilement détectables.
- Certains épargnants utilisent les réseaux sociaux pour s'informer, y compris en matière d'investissement financier. Cependant, l'identification des sources fiables est difficile et les réseaux sont régulièrement mis à profit pour diffuser des escroqueries. Les cas d'arnaques les plus médiatiques concernent les crypto-actifs avec des techniques dites « de la bouilloire », où le détenteur d'un actif crée un enthousiasme artificiel autour de celui-ci afin d'attirer des investisseurs et d'en faire gonfler le cours. L'escroc peut ensuite céder l'actif au cours dopé, avant que ses victimes ne s'aperçoivent que l'engouement n'était que factice.

La loi visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux, appelée « loi influenceurs », a été modifiée en 2025 pour tenir compte du règlement MiCA et du règlement sur les services numériques (DSA)<sup>277</sup>.

<sup>274</sup> [Plateformes de marchés de prédiction : des sites illégaux en France qui peuvent présenter des risques pour les utilisateurs](#), ANJ du 24/02/26, qui indique aussi que "l'Allemagne, la Belgique, la Roumanie, la Suisse, les Pays-Bas, la Pologne, la Grèce, Chypre, l'Ukraine et le Portugal ont bloqué l'accès à Polymarket, estimant que la plateforme propose des services de jeux d'argent sans disposer de la licence requise".

<sup>275</sup> Cf. dispositions du Titre II : Jeux d'argent et de hasard, casinos ([Articles L320-1 à L324-16](#)) du Code de la sécurité intérieure.

<sup>276</sup> Dans une [communication du 3 février 2025](#), l'AMF appelle les épargnants à la plus grande vigilance : des personnes se font actuellement passer pour des collaborateurs de l'Autorité des marchés financiers auprès de victimes d'arnaque à l'investissement sur crypto-actifs et prétendent pouvoir les aider à récupérer l'argent qu'ils ont perdu.

<sup>277</sup> L'article 4 de la loi (Loi n° 2023-451 du 9 juin 2023 visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux) interdit aux influenceurs de réaliser la promotion de certains produits et services financiers, notamment les contrats financiers risqués ou la fourniture de services sur crypto-actifs, par des acteurs n'ayant ni le statut de prestataire de services sur actifs numériques (PSAN), ni celui de prestataire de services sur crypto-actifs (PSCA).

## LISTE DES ACRONYMES

ABF	<i>Asset-based finance</i>	FMI	Fonds monétaire international
ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution	FPCI	Fonds Professionnel de Capital investissement
AEMF	<i>Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)</i>	FPS	Fonds Professionnels Spécialisés
AFG	Association française de la Gestion Financière	FSB	<i>Financial Stability Board</i>
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive	GNL	Gaz naturel liquéfié
AML	<i>Anti-Money Laundering</i>	HF	<i>Hedge funds</i>
AMM	<i>Automatic Market Maker</i>	HFT	<i>High-frequency trading</i>
ANJ	Autorité nationale des jeux	IA	<i>Intelligence artificielle</i>
ASPIM	Association française des sociétés de placement immobilier	ICE	<i>Intercontinental Exchange</i>
BCE	<i>Banque centrale européenne (ECB)</i>	ICMA	<i>International Capital Market Association</i>
BDC	<i>Business Development Companies</i>	IEA	Agence internationale de l'énergie
BRI	Banque des Règlements Internationaux (BIS)	INSEE	Institut national de la statistique et des études
BTC	<i>Bitcoin</i>	IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions (OICV)</i>
CAPE	<i>Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio</i>	IPO	<i>Initial Public Offering</i> (introduction en bourse)
Cboe	<i>Chicago Board Options Exchange</i>	IS	Internalisateurs systématiques
CBoT	<i>Chicago Board of Trade</i>	ISA	<i>Interconnected System-wide stress test analytics</i>
CCP	Chambres de compensation centralisées	ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>
CDS	<i>Credit default swap</i> (Dérivés sur risque de crédit)	ISDA	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
CFD	<i>Contracts for Difference</i>	KYB	<i>Know Your Business</i>
CFTC	Commodity Futures Trading Commission	KYC	<i>Know your Customer</i>
CISSM	<i>Center for International and Security Studies</i>	LBO	<i>Leveraged Buy-Out</i>
CLO	<i>Collateralized Loan Obligations</i>	LISE	<i>Lightning Stock Exchange</i>
CME	<i>Chicago Mercantile Exchange</i>	LMT	<i>Liquidity management tools</i>
CNAV	<i>Content Net Asset Value</i>	LVNAV	<i>Low Volatility Net Asset Value</i> (Fonds à valeur liquidative volatile)
CSD	Dépositaires centraux de titres (DCT)	MACF	Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières
CT	<i>Consolidated Tapes</i>	MAR	Règlement abus de marchés
DeFI	Finance décentralisée	MATIF	Marché à Terme International de France
DEX	Échanges décentralisés	MiCA	<i>Markets in Crypto-Assets Regulation</i>
DLA	<i>Daily Liquid Assets</i>	MIF/MIFID	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
DLT	<i>Distributed Ledger Technology/Technologies de registres distribués</i>	MIFIR	Règlement des marchés d'instruments financiers/ <i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
DORA	<i>Digital Operational Resilience Act</i>	MISP	<i>Market Integration and Supervision Package</i>
DSA	Règlement sur les services numériques	MMF	<i>Money Market Funds</i>
DTC	<i>Depository Trust Company</i>	MMFR	<i>Money Market Fund Regulation</i>
EBA	<i>European Banking Authority</i>	MSCI	<i>Morgan Stanley Capital International Index</i>
EEX	<i>European Energy Exchange</i>	NAV	<i>Net Asset Value</i>
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i> (Association européenne de la gestion d'actifs)	NBFI	Non-Bank Financial Institution
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> / Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles	NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
ELTIF	<i>European Long Term Investment Funds</i>	OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
EMEA	<i>Europe Middle East &amp; Africa</i>	OEE	Observatoire de l'épargne européenne
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>	OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
EMT	<i>e-money tokens</i>	OPC	Organisme de placement collectif
ENISA	<i>European Union Agency for Network and Information Security</i> / Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (AESRI)	OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
ESG	<i>Environnementaux, sociaux et de gouvernance</i>	OPEF	Observatoire des produits d'épargne financière
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i> (AEFM)	OPPCI	Organisme professionnel de placement collectif immobilier
€STR	Euro Short-Term Rate	OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
ETC	Exchange Traded Commodities	ORPS	Organismes de retraite professionnelle supplémentaire
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i> (Produit indiciel coté)	PACTE	Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation de l'Entreprise
ETH	<i>Ethereum</i>	Pb	Point de base
ETP	<i>Exchange-Traded Products</i>	PC	<i>Private Credit</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>	PEA	Plan d'épargne en actions
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise	PEE	Plan d'épargne entreprise
FCPI	Fonds commun de placement dans l'innovation	PEMO	Opérateur de marché pan-européen
FCPR	Fonds communs de placement à risque	PER	<i>Price Earnings Ratio</i>
Fed	Réserve Fédérale des États-Unis	PERCO	Plan d'épargne pour la retraite collectif
FIA	Fonds d'investissement alternatif	Phelix	Physical Electricity Index
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité	PIB	Produit intérieur brut
		PME	Petites et moyennes entreprises

PSAN	Prestataire de services sur actifs numériques
PSCA	Prestataire de services sur crypto-actifs
PSI	Prestataire de services d'investissement
QE	Quotas d'émissions
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>
SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
SGP	Sociétés de gestion de portefeuille
SIU	Union de l'épargne et de l'investissement
SLP	Société de libre partenariat
SMA	<i>Separately Managed Accounts</i>
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Companies</i>
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
SRP	<i>Structured Retail Products</i>
STIR	<i>Short-term interest rate derivatives</i>
SWST	<i>System-Wide Stress-Test</i>
TIC	Technologies de l'Information et de la Communication
TTF	<i>Title Transfer Facility</i>
UC	Unités de Compte
UE	Union européenne (EU)
VNAV	Variable Net Asset Value (Fonds à valeur liquidative variable)
VWAP	<i>Volume Weighted Average Price</i>
WAM	<i>Weighted Asset Maturity</i>
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WLA	<i>Weekly Liquid Assets</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales.....	11
Graphique 2 : Inflation aux États-Unis et en Europe.....	11
Graphique 3 : Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans (en %).....	12
Graphique 4 : <i>Spreads</i> de taux souverains .....	12
Graphique 5 : Volatilité obligataire, marchés souverains.....	12
Graphique 6 : Indices de volatilité des obligations <i>corporate</i> selon leur notation de crédit.....	12
Graphique 7 : Indices CDS <i>corporate</i> en Europe (pb).....	13
Graphique 8 : Taux des obligations <i>corporate</i> à 5 ans en zone euro (%).....	13
Graphique 9 : Évolution des indices boursiers .....	14
Graphique 10 : Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis (%).....	14
Graphique 11 : Surperformance des valeurs technologiques aux États-Unis (100=01/01/2023).....	14
Graphique 12 : Bénéfices par action anticipés à 12 mois (glissement annuel, en %).....	14
Graphique 13 : Ratio cours/bénéfice ajusté du cycle du S&P500 (CAPE-Cyclically adjusted price-to-earnings ratio).....	15
Graphique 14 : Primes de risques sur les marchés actions .....	15
Graphique 15 : Émissions obligataires <i>corporate</i> dans le monde.....	15
Graphique 16 : Émissions obligataires <i>high yield</i> dans le monde (en milliards d'euros).....	15
Graphique 17 : Émissions obligataires mondiales sur le segment de la finance durable (en milliards d'euros).....	16
Graphique 18 : Émissions cumulées d'EU Green Bonds (en milliards d'euros).....	16
Graphique 19 : Introductions en bourse dans le monde.....	17
Graphique 20 : Introductions en bourse hors SPAC selon les zones géographiques (capitaux levés en milliards d'euros).....	17
Graphique 21 : Émissions d'actions hors IPO .....	18
Graphique 22 : Évolution du nombre de sociétés cotées sur certaines places financières européennes .....	18
Graphique 23 : Évolution du nombre de sociétés cotées (en milliers).....	18
Graphique 24 : Émissions d'obligations convertibles au niveau mondial (milliards d'euros).....	19
Graphique 25 : Opération de capital-risque dans les entreprises par région (en milliards de dollars).....	20
Graphique 26 : Opération de capital-investissement dans les entreprises par région (en milliards de dollars).....	20
Graphique 27 : Capex des grandes sociétés technologiques américaines (milliards de dollars).....	21
Graphique 28 : Dépenses d'investissement en équipement aux États-Unis (Base 100=01/01/2019).....	21
Graphique 29 : Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique .....	22
Graphique 30 : Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par industrie visée dans le monde.....	22
Graphique 31 : Capitalisations boursières.....	31
Graphique 32 : Volumes de transaction sur actions .....	31
Graphique 33 : Volume échangé par lieu de négociation .....	32
Graphique 34 : Indicateurs de liquidité des valeurs du CAC 40 .....	33
Graphique 35 : Volumes échangés sur Euronext Paris.....	33
Graphique 36 : Volumes échangés sur les marchés obligataires français.....	35
Graphique 37 : Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée .....	35
Graphique 38 : Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités (en points de base – médiane mobile 10 jours).....	36
Graphique 39 : Détention des titres de la dette négociable de l'état par groupe de porteurs.....	37
Graphique 40 : Le marché du <i>repo</i> en Europe .....	38
Graphique 41 : Exposition brute des <i>hedge funds</i> aux titres de dette souveraines.....	39
Graphique 42 : Distribution des volumes échangés sur les obligations souveraines européennes sur les plateformes électroniques (en pourcentage sur le marché secondaire).....	39
Graphique 43 : Détentions en obligations souveraines américaines des <i>hedge funds</i> selon leur localisation .....	40
Graphique 44 : Volumes d'obligations souveraines européennes empruntées selon la domiciliation des <i>hedge funds</i> .....	40
Graphique 45 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars).....	41
Graphique 46 : Montants en valeur de marché brute .....	41
Graphique 47 : Expositions brutes de crédit .....	42
Graphique 48 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie .....	42
Graphique 49 : Encours mondial (notionnel) de <i>credit default swaps</i> par type de contrepartie.....	42
Graphiques 50 : Activité des prestataires de service d'investissement (PSI) français .....	43
Graphique 51 : Prix des contrats Euronext.....	44
Graphique 52 : Evolution du cours du contrat blé Matif suite aux derniers conflits géopolitiques .....	44
Graphique 53 : Évolution des positions nettes par catégories d'acteurs sur le blé meunier.....	45
Graphique 54 : Évolution de la part de marché en volume traité sur le blé Matif par catégorie d'acteurs.....	46

Graphique 55 : Prix de l'électricité et du gaz naturel en Europe .....	47
Graphique 56 : Évolution du cours du Brent suite .....	48
Graphique 57 : Évolution du cours du gaz naturel TTF suite.....	48
Graphique 58 : Cours des métaux précieux.....	50
Graphique 59 : Demande d'or .....	50
Graphique 60 : Cours du contrat <i>futures</i> sur les quotas d'émission de CO2 européen ( <i>en euros par tonne</i> ).....	52
Graphique 61 : Cours des 20 principaux crypto-actifs de <i>layer 1</i> en termes de capitalisation (exclus XMR et ZEC pour des raisons de visibilité) ( <i>base 100 = 01/01/2025</i> ).....	53
Graphique 62 : Cours du Bitcoin et de l'Ether ( <i>en dollar</i> ).....	55
Graphique 63 : Analyse du co-mouvement des crypto-actifs.....	55
Graphique 64 : Indice de centralité du Bitcoin et de l'Ether.....	56
Graphique 65 : Indice de centralité des variables macro-financières.....	56
Graphique 66 : Capitalisation boursière des principaux <i>stablecoins</i> ( <i>en dollar</i> ).....	58
Graphique 67 : Cours des 20 principaux crypto-actifs de <i>layer 1</i> en termes de capitalisation (exclus XMR et ZEC pour des raisons de visibilité) ( <i>base 100 01/01/2025</i> ).....	58
Graphique 68 : Valeur des actifs réels tokenisés.....	61
Graphique 69 : Volume traité sur les actifs réels .....	65
Graphique 70 : Volumes échangés en nombre de barils sur le contrat perpétuel BRENT OIL (en millions de barils) et .....	65
Graphiques 71 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale ( <i>hors fonds de fonds</i> ), .....	69
Graphiques 72 : La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée.....	69
Graphiques 73 : Évolution des flux nets de souscription-rachat .....	70
Graphique 74 : Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe et répartition par juridiction .....	70
Graphiques 75 : Évolution des fonds monétaires français.....	71
Graphiques 76 : Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire .....	72
Graphiques 77 : Évolution de la <i>weighted average maturity</i> (WAM) .....	72
Graphiques 78 : Évolution des fonds obligataires français .....	74
Graphiques 79 : Évolution des fonds actions français.....	75
Graphiques 80 : Évolution des fonds diversifiés français.....	76
Graphiques 81 : Évolution des autres fonds français.....	77
Graphique 82 : Décomposition des fonds « autres » par grande typologie à fin 2025 .....	77
Graphique 83 : Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m <sup>2</sup> .....	78
Graphique 84 : Évolution des volumes d'investissement ( <i>en millions d'euros</i> ) sur l'immobilier d'entreprise en Île-de-France .....	78
Graphique 85 : Encours des principales catégories de fonds immobiliers .....	78
Graphique 86 : Marché français de la gestion : gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises) ( <i>en milliards d'euros</i> ).....	81
Graphique 87 : Levées des fonds fermés de <i>private equity</i> dans le monde ( <i>milliards de dollars</i> ).....	86
Graphique 88 : Cessions d'actifs des fonds de <i>private equity</i> au niveau mondial ( <i>milliards de dollars</i> ).....	86
Graphique 89 : Levées de capital par zone géographique en Europe ( <i>milliards d'euros</i> ).....	87
Graphique 90 : Levées de fonds, investissements et désinvestissements des fonds en Europe .....	87
Graphique 91 : Levées de fonds du capital investissement français auprès de personnes physiques et <i>family offices</i> ( <i>milliards d'euros</i> ).....	87
Graphique 92 : Estimation d'encours de PC par Goldman Sachs d'avril 2026.....	89
Graphique 93 : Levées de capitaux par les fonds français de dette d'entreprise ( <i>millions d'euros</i> ) .....	90
Graphique 94 : Investissements en France des fonds dette d'entreprises (%).....	90
Graphique 95 : Demandes de rachat trimestrielles .....	91
Graphique 96 : BDC cotées : décote par rapport à la NAV .....	91
Graphique 97 : Encours des ETF domiciliés en Europe ( <i>milliards d'euros</i> ) et ratio ( <i>échelle de droite, %</i> ).....	95
Graphique 98 : ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux ( <i>milliards d'euros</i> ) et ratio ( <i>échelle de droite, %</i> ) .....	95
Graphique 99 : Encours et flux de collecte nets des ETF en Europe ( <i>milliards d'euros</i> ).....	95
Graphique 100 : Encours des ETF actifs "Actions" et "Obligataires" en Europe.....	95
Graphique 101 : Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages (%) .....	99
Graphique 102 : Taux d'épargne des ménages par pays (%) .....	99
Graphique 103 : Revenu disponible, et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation ( <i>variation trimestrielle en %</i> ).....	99
Graphique 104 : Enquête de conjoncture auprès des ménages : soldes d'opinions de janvier 2017 à avril 2026 (%) .....	100
Graphique 105 : Enquête de conjoncture auprès des ménages : indice synthétique de confiance des ménages .....	100
Graphique 106 : Performance financière du patrimoine des ménages comparée à celle d'indices d'actions et obligataire (%) .....	101

Graphique 107 : Flux de placements financiers des .....	101
Graphique 108 : Assurance-vie : collectes nettes des contrats en unités de compte et en euros (milliards d'euros) .....	101
Graphique 109 : Taux de revalorisation des contrats en euros et autres taux nominaux .....	102
Graphique 110 : Taux réels de revalorisation des contrats en euros et autres taux (taux-inflation) .....	102
Graphique 111 : Placements des ménages en produits de fonds propres et en produits de taux (milliards d'euros) .....	102
Graphique 112 : Patrimoine financier net des ménages (milliards d'euros) .....	103
Graphique 113 : Actif net des fonds d'épargne salariale (FCPE et fonds d'actionnariat salarié) par type de support (à fin mars 2026) .....	105
Graphique 114 : Encours des fonds d'épargne salariale et retraite (milliards d'euros) .....	105
Graphique 115 : Flux nets de collecte des fonds d'épargne salariale (milliards d'euros) .....	105
Graphique 116 : Nombre de transactions sur actions des particuliers français (en millions) .....	106
Graphique 117 : Volume de transactions sur actions des particuliers français (en milliards d'euros) .....	106
Graphique 118 : Nombre de transactions des investisseurs français selon leur âge .....	107
Graphique 119 : Nombre de transactions des particuliers français sur actions fractionnées .....	107
Graphique 120 : Degré d'ouverture au risque des investisseurs particuliers français .....	108
Graphique 121 : Répartition du nombre de transactions des investisseurs français selon les tailles de capitalisation .....	108
Graphique 122 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers) .....	108
Graphique 123 : Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliards d'euros) .....	108
Graphique 124 : Nombre d'investisseurs ayant réalisé au moins une transaction sur un ETF de compétence française (en milliers) .....	109
Graphique 125 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers) .....	109
Graphique 126 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF fractionnés .....	109
Graphique 127 : Nombre de transactions sur actions de compétence française par genre (en millions) .....	110
Graphique 128 : Nombre de transactions sur ETF de compétence française par genre (en milliers) .....	110
Graphique 129 : Perception du niveau de risque par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10 .....	111
Graphique 130 : Perception du niveau de performance attendue par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10 .....	111
Graphique 131 : Volatilité approchée par l'amplitude de variation quotidienne des composantes du CAC 40 et du Bitcoin (en moyenne glissante sur deux semaines) .....	112
Graphique 132 : France – Encours de produits de détail structurés (milliards d'euros) .....	113
Graphique 133 : France – Détail de la structure des encours de produits de détail structurés à fin 2025 .....	113
Graphique 134 : Concentration des gains et pertes sur Polymarket .....	118
Graphique 135 : Profit réalisé médian et moyen des comptes affichant un profit sur Polymarket .....	118
Graphique 136 : Volume de transactions sur les marchés crypto à court terme de Polymarket .....	119

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Description des principaux types de supports .....	79
Tableau 2 : Décomposition des titres d'OPC au portefeuille des assureurs français par code ISIN .....	83
Tableau 3 : Encours des fonds de capital investissement français .....	87
Tableau 4 : Rémunération des dépôts et livrets des ménages français .....	101
Tableau 5 : Structure de l'investissement des assureurs français à fin 2025 (milliards d'euros) .....	104
Tableau 6 : Structure de l'investissement en fonds des assureurs et organismes de retraite professionnelle supplémentaire français à fin 2025 (milliards d'euros) .....	104
Tableau 7 : Liste des cinq ETF les plus échangés depuis janvier 2025 .....	109
Tableau 8 : Estimation de la répartition des frais des produits structurés (de 2023 au S1 2025) * .....	114
Tableau 9 : Participation des particuliers sur les « nouveaux marchés », par génération .....	117

## LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 : Le développement de Mythos par Anthropic : une rupture en matière de cybersécurité .....	24
Encadré 2 : Extension des horaires de <i>trading</i> des infrastructures traditionnelles .....	33
Encadré 3 : Typologie des détenteurs d'obligations souveraines françaises .....	37
Encadré 4 : Activité des <i>hedge funds</i> sur obligations souveraines .....	39
Encadré 5 : <i>Consolidated tape</i> européennes .....	41
Encadré 6 : Métaux précieux et valeur refuge .....	49
Encadré 7 : MISP.....	52
Encadré 8 : Cadre architectural de la tokenisation .....	60
Encadré 9 : Contrats à termes perpétuels proposés sur des protocoles d'échange décentralisés .....	64
Encadré 10 : Évolutions réglementaires pour les fonds monétaires .....	73
Encadré 11 : Les difficultés perdurent en 2025 pour les fonds immobiliers français.....	78
Encadré 12 : Poids de l'assurance et des ORPS dans la distribution des fonds français .....	83
Encadré 13 : Développement des fonds tokenisés .....	84
Encadré 14 : Sélection d'analyses récentes sur les marchés de produits structurés.....	115

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

Youssef Hafsi

Clément Nouail

**Secrétariat**

Muriel Visage