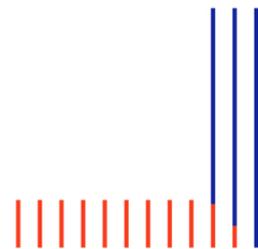




CARTOGRAPHIE **DES MARCHÉS** **ET DES RISQUES** **2025**

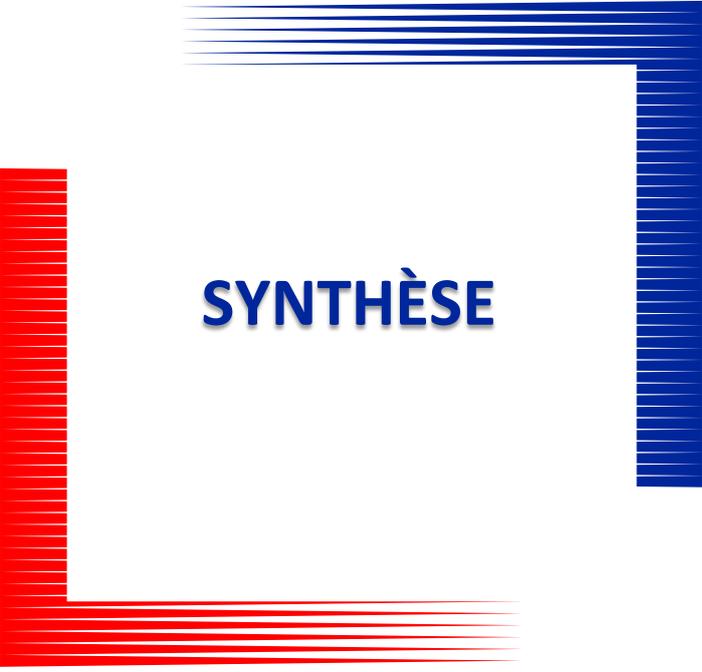


Achevé de rédiger le 24 juin 2024

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

SOMMAIRE

SYNTHÈSE	5
1. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE	11
SYNTHÈSE	12
1.1. LES TENDANCES	12
1.2. LES RISQUES	20
2. ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS	27
SYNTHÈSE	28
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS.....	29
2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES	32
2.3. MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS	35
2.4. MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES.....	39
2.5. INNOVATION ET FINANCE DIGITALE.....	46
2.6. RISQUES OPÉRATIONNELS ET CYBERS	53
3. GESTION D'ACTIFS	59
SYNTHÈSE	60
3.1. BILAN DE L'ANNÉE 2024 POUR LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE.....	61
3.2. RÉPARTITION DU MARCHÉ EN EUROPE.....	62
3.3. FOCUS SUR LES FONDS FRANÇAIS.....	63
3.4. LES FONDS IMMOBILIERS RESTENT DANS UN ENVIRONNEMENT CONTRAINT EN 2024	73
3.5. GESTION D'ACTIFS ET INTERCONNEXIONS.....	77
3.6. FONDS DE FINANCE PRIVÉE : UNE LÉGÈRE AMÉLIORATION EN 2024	79
3.7. ETF : UN MARCHÉ EN FORTE CROISSANCE EN 2024	88
4. ÉPARGNE DES MÉNAGES	93
SYNTHÈSE	94
4.1. CADRAGE MACRO-FINANCIER	94
4.2. ACTIVITÉ DES INVESTISSEURS PARTICULIERS FRANÇAIS EN BOURSE	102
4.3. INTÉRÊT DES PARTICULIERS POUR LES CRYPTO-ACTIFS.....	107
4.4. SENSIBILITÉ DES PARTICULIERS AUX RÉSEAUX SOCIAUX.....	110
4.5. RÉCLAMATIONS ET LITIGES.....	112
LISTE DES ACRONYMES	115
LISTE DES GRAPHIQUES	117
LISTE DES TABLEAUX	120
LISTE DES ENCADRÉS	120



SYNTHÈSE

À la suite de l'aggravation des tensions commerciales, matérialisée par l'annonce par l'administration américaine de la mise en place de droits de douanes « réciproques » le 2 avril 2025 et des incertitudes géopolitiques persistantes, les marchés ont subi une correction marquée accompagnée d'une volatilité élevée au cours des premiers mois de l'année 2025. Au-delà des effets immédiats, cette incertitude persistante pèse sur l'environnement macroéconomique et pourrait fragiliser la résilience des marchés.

L'environnement macroéconomique se dégrade et les divergences entre les États-Unis et l'Europe se confirment

Depuis début 2025, l'incertitude liée à la politique économique et extérieure américaine pèse sur la croissance. La hausse effective ou envisagée des droits de douane désorganise le commerce mondial, alimente les pressions inflationnistes et renforce les incertitudes. En conséquence, les prévisions de croissance ont été revues à la baisse au printemps 2025 pour l'ensemble des zones économiques. Le Fonds monétaire international (FMI) a ainsi abaissé ses prévisions à 1 % pour la zone euro et à 1,8 % pour l'économie américaine pour 2025. L'impact total des droits de douane n'a pas encore été déterminé, car les négociations bilatérales sont toujours en cours et la croissance mondiale pourrait être encore ralentie.

La divergence des politiques monétaires se confirme en 2025 et reflète les dynamiques économiques différentes de part et d'autre de l'Atlantique. Avec la baisse rapide de l'inflation en zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a ainsi opéré huit baisses de taux depuis juin 2024 et ramené son taux directeur à 2 % en juin 2025. Aux États-Unis, la crainte de la résurgence de tensions inflationnistes couplée aux inquiétudes sur la croissance économique, a amené la Réserve fédérale (Fed) à stopper en décembre 2024, le mouvement de baisse initié en septembre qui a permis de ramener ses taux de 5,50 % à 4,50 %.

Les marchés ont, jusqu'ici, fait preuve de résilience mais restent vulnérables à de nouveaux ajustements dans un contexte politique et géopolitique incertain appelé à durer

Les marchés actions ont connu une forte correction à l'échelle internationale. Ainsi, le CAC 40 a enregistré un repli de 12 % entre le 2 et le 9 avril 2025, effaçant l'ensemble des gains enregistrés au premier trimestre. Ce retournement brutal s'est accompagné d'un net ralentissement de la reprise des introductions en bourse amorcée en 2024. Malgré cette correction, l'annonce d'un moratoire américain sur les droits de douane, suivie du lancement de négociations commerciales, a provoqué un net rebond des marchés, et les valorisations boursières ont retrouvé début juin des niveaux proches de leurs records historiques, voire les ont dépassés dans certains cas.

Sur les marchés obligataires, les émissions d'obligations d'entreprise sont demeurées très dynamiques. La liquidité est restée globalement satisfaisante, même si elle demeure susceptible de se dégrader rapidement en cas de retournement brusque de la conjoncture. Sur le segment souverain, le changement d'orientation de la politique budgétaire allemande, début mars 2025, a généré une augmentation du rendement du Bund de 40 points de base et une hausse des rendements des obligations souveraines dans les autres pays de la zone euro. En France, l'écart entre les taux des obligations d'État allemandes et françaises est cependant resté stable depuis l'automne 2024, autour de 70 points de base. Par ailleurs, le marché du *repo* poursuit son ajustement face à la normalisation de la politique monétaire, caractérisée par une diminution progressive de l'excédent de liquidité et une hausse des volumes de collatéral disponibles.

La gestion collective française a bien résisté face aux tensions de marché survenues début avril 2025

Les fonds monétaires ont enregistré une collecte nette positive, tandis que les flux sur les fonds actions, obligataires et diversifiés sont restés globalement limités. Sur le segment de l'immobilier commercial, bien que la situation se soit partiellement stabilisée, le coût de la dette demeure sensiblement plus élevé qu'avant 2022, en dépit de l'assouplissement monétaire amorcé en 2024. Les volumes de transactions restent faibles et les incertitudes sur les valorisations des actifs sous-jacents persistent. Par ailleurs, les fonds investis dans des actifs illiquides, tels que non cotés, continuent de susciter des interrogations quant à leur croissance soutenue et aux vulnérabilités qu'ils pourraient révéler en cas de tension de liquidité. Dans ce contexte, les interconnexions avec le reste du système financier demeurent un point de vigilance.

Les marchés de crypto-actifs ont, quant à eux, fortement profité de l'arrivée de la nouvelle administration américaine, dont les positions se montrent très favorables au développement de cet écosystème. Le Bitcoin a ainsi atteint de nouveaux sommets historiques, tandis que la capitalisation des *stablecoins* a progressé de 35 % depuis l'élection. Cette dynamique de croissance s'accompagne toutefois d'une volatilité marquée et d'une sensibilité accrue aux évolutions du contexte macroéconomique et géopolitique. Ces marchés conservent, à ce stade, une

taille encore relativement modeste, mais leur expansion rapide s'accompagne d'un renforcement des interconnexions avec le système financier traditionnel, soulevant des enjeux croissants en matière de propagation des chocs.

En définitive, bien que les marchés aient jusqu'à présent fait preuve d'une certaine résilience face aux tensions récentes, la brièveté de cet épisode incite à la prudence. Le contexte reste marqué par une forte incertitude, qui continue d'alimenter la volatilité sur l'ensemble des classes d'actifs et devrait perdurer au regard de la situation politique et géopolitique actuelle.

Les marchés demeurent également sensibles aux événements opérationnels et aux incidents d'origine cyber, dont la fréquence continue de croître en 2025

Les incidents provoquant des perturbations des infrastructures critiques se multiplient, qu'ils soient dus à des défaillances internes (comme celles ayant affecté T2S), à des facteurs externes (tels que les coupures d'électricité en Espagne et au Portugal) ou à des attaques malveillantes (à l'instar de la plateforme Bybit). Si les grandes infrastructures de marché font globalement preuve d'une bonne résilience face aux cyberattaques, certaines plateformes émergentes, notamment dans le secteur des cryptoactifs, rencontrent davantage de difficultés. Le risque cyber concerne également les acteurs de la gestion d'actifs et les prestataires de services d'investissement (PSI), dont les niveaux de préparation restent hétérogènes. L'entrée en vigueur du règlement DORA (Digital Operational Resilience Act) depuis janvier 2025 constitue une avancée : elle devrait renforcer la transparence sur les incidents et imposer la mise en place de dispositifs plus robustes en matière de gestion des risques liés à la résilience opérationnelle.

Dans ce contexte, les investisseurs particuliers s'orientent davantage vers des supports risqués

En 2024, le taux d'épargne des ménages français progresse nettement, atteignant près de 19 % du revenu disponible brut. L'épargne financière représente désormais plus de la moitié de cette épargne, avec un fort intérêt pour l'assurance vie, tandis que l'épargne réglementée ralentit avec la baisse des taux. L'appétit des investisseurs particuliers pour les placements en actions atteint un niveau record (30 % d'intention d'investissement). Leur activité sur le segment des ETF, surtout ceux exposés aux indices internationaux (en particulier américains) connaît une forte croissance. Les cryptoactifs continuent d'attirer une part significative de la population (8 %). Ces évolutions, s'accompagnent chez les plus jeunes d'une influence croissante des réseaux sociaux dans leur prise de décisions, ce qui soulève des questions sur la qualité et la perception des conseils émis, notamment sur les supports les plus risqués.

Synthèse des risques :

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

(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)

Principaux facteurs de risques

L'incertitude et l'imprévisibilité liées aux risques géopolitiques augmentent avec leur matérialisation

En conséquence, le risque de correction et de nouveaux pics de volatilité abrupts augmente dans un contexte de valorisations élevées et de primes de risques faibles.

Le ralentissement économique pourrait être plus important que prévu et dégrader l'environnement macro-financier Les prévisions de croissance ont été significativement revues à la baisse et restent sujettes à un important aléa négatif, le risque inflationniste persiste.

L'environnement de taux est substantiellement plus élevé qu'avant 2020 et renchérit mécaniquement le coût de la dette (impact sur les notations et le taux de défaut). De plus, le montant des dettes arrivant à échéance au cours des deux prochaines années apparaît significatif, et connaîtra un pic en 2028. Toutefois, beaucoup d'opérations de refinancement de la dette existante ont déjà été effectuées.

Les incidents entraînant des perturbations d'infrastructures critiques augmentent, qu'ils résultent de pannes internes (comme dans le cas de T2S), de facteurs exogènes (pannes électriques en Espagne) ou d'attaques malveillantes (comme pour la plateforme Bybit). Bien qu'aucun incident d'ordre systémique n'ait été reporté à ce jour, le risque de dommages pour le système financier reste élevé. L'inquiétude générée par les progrès de l'Intelligence artificielle (IA) utilisée à des fins malveillantes augmente.

Des canaux de contagion se développent et pourraient favoriser l'amplification des chocs

L'interdépendance des chaînes de valeurs et la forte internationalisation du commerce mondial facilitent la transmission des chocs géopolitiques. L'exposition des indices mondiaux et des portefeuilles aux actifs américains les rend vulnérables au stress sur ces marchés.

Le développement des marchés de crypto-actifs s'accélère. 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.

Segment de marché	Niveau mi- 2025	Perspectives 2026
<p>Marchés (actions, obligations, dérivés, cryptos)</p> <ul style="list-style-type: none"> - La forte incertitude, qui continue d’alimenter la volatilité sur l’ensemble des marchés, devrait perdurer au regard de la situation politique et géopolitique actuelle - Les valorisations sont retournées vers leurs plus hauts historiques sur les marchés actions et cryptos dans un contexte de volatilité accrue avec des primes de risques qui restent faibles - 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 choc négatifs sur tous les segments de marché - Le marché des crypto-actifs continue de bénéficier d’un environnement politique favorable aux Etats-Unis tout en restant très volatil - Malgré une détérioration notable des conditions de liquidité due aux tensions commerciales, celle-ci se rétablit rapidement après les épisodes de turbulences. De plus, les marchés ont connu plusieurs épisodes de correction mais ont globalement fait preuve de résilience 		↗
<p>Infrastructures</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le nombre d’attaques continue d’augmenter et reste très difficile à évaluer - Des incidents opérationnels significatifs ont impacté les infrastructures de marchés et post-marché (T2S, pannes électriques en Espagne et au Portugal) - Les infrastructures de marché traditionnelles font globalement preuve d’une bonne résilience face aux cyberattaques, certaines plateformes émergentes, notamment dans le secteur des cryptoactifs, rencontrent davantage de difficultés. Les niveaux de préparation à la gestion des risques cyber restent hétérogènes chez les acteurs de la gestion d’actifs et les prestataires de services d’investissement (PSI) - La criminalité financière organisée en réseaux internationaux se développe (réseaux d’initiés, <i>hacking</i>, <i>ransomwares</i>) - L’entrée en vigueur du règlement DORA devrait permettre d’améliorer la résilience opérationnelle des acteurs financiers et de mettre en place des mesures de prévention du risque cyber 		→
<p>Gestion d’actifs</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dans le contexte actuels, 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 volumes de transactions immobilières restent faibles et les incertitudes relatives aux valorisations des actifs sous-jacents pour les fonds demeurent - Les outils de gestion de la liquidité ont largement été déployés pour les fonds français mais des ajustements sont nécessaires chez les acteurs du post-marché pour permettre leur activation à grande échelle - Les fonds français n’ont pas connu de forts mouvements de rachats lors du choc d’avril. De plus les fonds monétaires et obligataires restent peu exposés aux actifs américains 		↗
<p>Épargnants</p> <ul style="list-style-type: none"> - L’investissement financier est devenu une thématique récurrente des réseaux sociaux. Ces derniers impactent significativement les décisions d’investissement des particuliers, notamment des plus jeunes dont la proportion continue d’augmenter au sein de la population des 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 . 		→

(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)



FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE – MACRO-FINANCE

SYNTHÈSE

Depuis la fin de l'année 2024, l'économie mondiale se trouve de nouveau confrontée à de fortes turbulences. L'imprévisibilité de la politique économique et diplomatique de la nouvelle administration américaine, illustrée notamment avec l'annonce par les États-Unis début avril de leur volonté d'instaurer des droits de douane « réciproques », a contribué à accroître l'incertitude et dégrader l'environnement macro-financier. Ainsi, les prévisions de croissance ont été revues à la baisse, en particulier aux États-Unis, et sont sujettes à un aléa négatif. Le possible risque de résurgence inflationniste outre-Atlantique a conduit la Réserve fédérale américaine à décréter, dès décembre 2024, le *statu quo* monétaire, très peu de temps après avoir entamé un nouveau cycle de baisse des taux. En revanche, il apparaît pour l'heure maîtrisé en Europe, ce qui a permis à la Banque centrale européenne (BCE), dans une conjoncture économique atone, de procéder en juin 2025 à sa huitième baisse des taux en moins d'un an.

Dans ce contexte, les marchés financiers ont connu plusieurs épisodes de correction mais ont globalement fait preuve de résilience. Le climat de forte incertitude et l'imprévisibilité des politiques économiques actuelles ont contribué à accroître la fébrilité des marchés, comme l'illustrent les pics de volatilité enregistrés sur les marchés d'actions et d'obligations depuis le début de l'année. Ils ont également pesé sur les conditions de financement à long terme des agents économiques aux États-Unis. Mais leur impact a été plus limité en Europe, et les marchés primaires obligataires ont continué de fonctionner. Sur les marchés d'actions, après d'importantes corrections enregistrées début avril par les principaux indices, ces derniers ont très rapidement rebondi dès l'instauration d'un moratoire sur les droits de douane et l'entrée des pays dans les négociations bilatérales. La plupart des indices américains et européens avoisinaient ainsi dès le mois de mai leur niveau de début avril, voire, à l'image du DAX, ont dépassé les plus hauts historiques atteint au début de l'année. En revanche, cette instabilité a conduit à un coup de frein brutal de l'activité sur les marchés primaires d'actions, notamment sur le segment des introductions en bourse où une reprise mondiale était perceptible l'an dernier.

Les risques demeurent toujours à un niveau élevé. Plusieurs conflits en cours dans des régions stratégiques présentent des risques d'escalade importants. Par ailleurs, l'incertitude sur la politique américaine va sans doute persister au moins jusqu'aux élections de mi-mandat. Dans ce contexte, un ralentissement de l'activité mondiale plus prononcé que prévu et/ou des inquiétudes sur les trajectoires et la soutenabilité des déficits et dettes publiques, notamment américains, pourraient amener à de nouvelles corrections sur les marchés financiers et être source de difficultés de financement pour les agents économiques.

1.1. LES TENDANCES

1.1.1. La montée des tensions géopolitiques pèse sur les conditions de financement

En 2024, les principales banques centrales occidentales ont inauguré un nouveau cycle de baisse de leurs taux directeurs mais son impact sur les rendements obligataires a été freiné par la montée des tensions au niveau international.

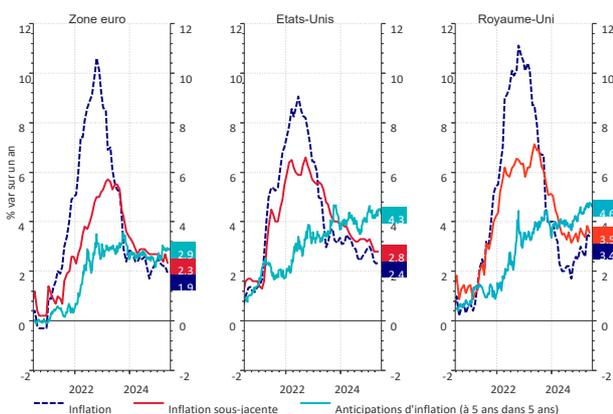
La désynchronisation des politiques monétaires se confirme

La maîtrise du risque inflationniste a permis à la plupart des banques centrales d'entamer en 2024 un nouveau cycle de baisse des taux. L'ampleur et le rythme des baisses sont toutefois très différents selon les régions. Conforté par un retour rapide de l'inflation vers sa cible de 2 %, la BCE a ainsi effectué huit baisses de taux de 25 points de base (pb) depuis juin 2024, ramenant son taux directeur de 4 % à 2 % en juin 2025, soit une baisse de 200 pb. Confrontée pour sa part à un net ralentissement de l'activité et au maintien de l'inflation à un niveau supérieur à sa cible, la Banque d'Angleterre a décidé de quatre baisses de 25 pb depuis l'été 2024. De son côté, la Fed a procédé à partir de septembre 2024 à trois baisses de ses taux directeurs entre septembre et décembre, de 5,50 % à 4,50 % avant d'opter en fin d'année pour un *statu quo* en raison de la possible résurgence de tensions inflationnistes.

Dans le même temps cependant, les banques centrales ont poursuivi la réduction de la taille de leur bilan. Ainsi, dans la zone euro, le bilan annuel consolidé de l'Eurosystème a diminué de 7 % en 2024, du fait notamment de la baisse des actifs détenus à des fins de politique monétaire¹ (-9 % sur l'année).

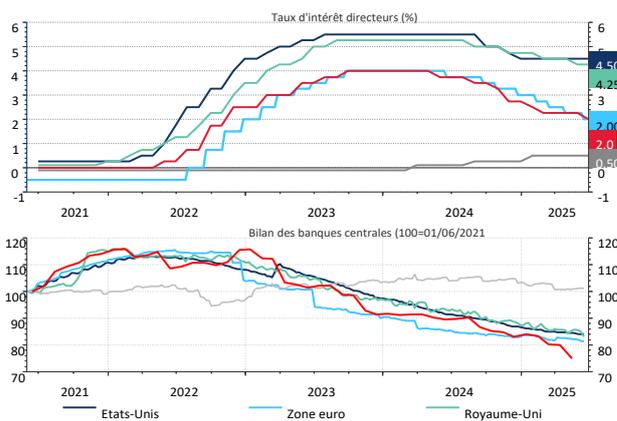
Il convient enfin de noter que, après avoir mis fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs en mars 2024, puis révisé à la hausse ses prévisions d'inflation sous-jacente, la Banque du Japon (BoJ) a pour sa part, procédé à deux hausses des taux pour atteindre +0,5 % en février 2025, son plus haut niveau depuis 2008.

Graphique 1 : Inflation aux États-Unis et en Europe



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 24/06/2025

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



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

□ Les conditions de financement ont évolué de manière très contrastée

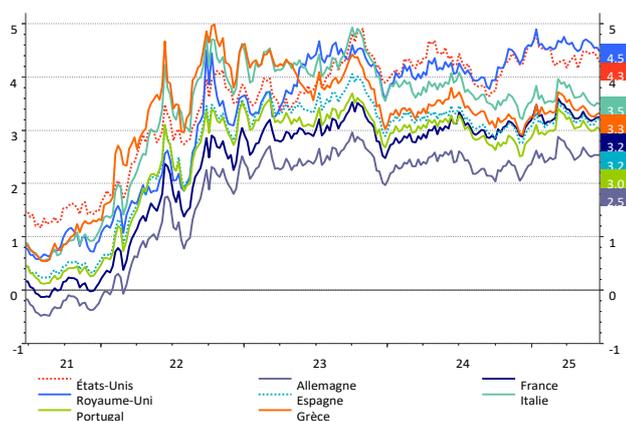
Au sein de la zone euro, les anticipations de la poursuite de l'assouplissement monétaire ont permis une nette détente des rendements des emprunts d'État à long terme au second semestre 2024, en particulier dans les pays d'Europe du sud (Graphique 3). La baisse est apparue plus modérée en France, du fait de l'instabilité gouvernementale, des difficultés rencontrées dans le vote du budget et des inquiétudes suscitées par la trajectoire des finances publiques. Ce mouvement s'est inversé à la fin de l'année, les taux souverains s'inscrivant depuis sur une tendance légèrement haussière et ce, malgré l'atonie de la croissance et la maîtrise de l'inflation. Il est en partie lié à la poursuite du resserrement quantitatif (*quantitative tightening*) avec la fin des réinvestissements par la BCE dans les titres souverains de la zone euro depuis le début de l'année 2025². Il reflète également les craintes liées à l'incertitude entourant l'ampleur et l'impact de l'augmentation des droits de douane ainsi que l'anticipation d'une augmentation des déficits publics, en particulier en Allemagne, où le Parlement a voté en mars 2025 l'assouplissement des règles budgétaires et la création d'un fonds spécial d'investissement pour financer la défense, les infrastructures et la transition écologique. Entre le début décembre 2024 et la mi-juin 2025, le rendement du Bund 10 ans a augmenté de près de 50 pb, entraînant dans son sillage les rendements des obligations souveraines des autres États-membres de la zone euro. En France, l'écart entre les taux des obligations d'État allemand et français est néanmoins resté globalement stable depuis l'automne 2024, aux alentours de 70 pb. De manière plus générale, les écarts de rendements (*spreads*) des obligations souveraines au sein de la zone euro ont continué de se resserrer, au bénéfice des pays d'Europe du sud. L'écart entre les taux souverains à 10 ans italien et allemand a ainsi diminué de plus de 100 pb entre le pic atteint à l'été 2023 et début juin 2025 (Graphique 4). La hiérarchie des coûts de financement a changé au sein de la zone, l'Espagne ou le Portugal se finançant désormais à des coûts moindres que ceux de la France.

¹ Depuis le début de l'année 2025, l'Eurosystème ne réinvestit plus les paiements en principal des titres arrivant à échéance.

² Selon les estimations basées sur des données d'enquête, une réduction attendue de 1 000 milliards d'euros des avoirs obligataires pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt sans risque à long terme d'environ 35 bp (Akkaya, Y. et al. (2024) : "Quantitative Tightening: How do shrinking Eurosystem bond holdings affect long-term interest rates?").

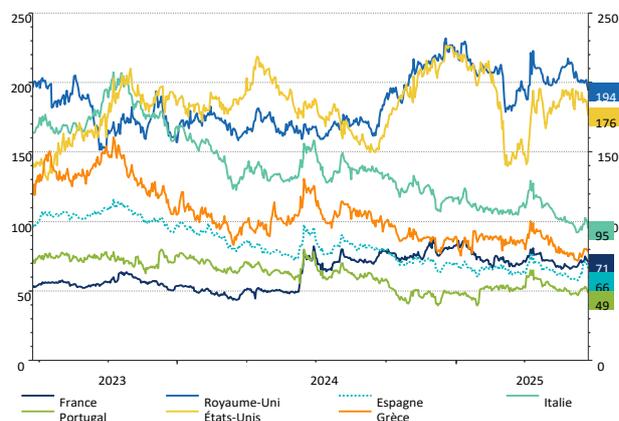
Aux États-Unis, la détente des taux souverains amorcée au printemps 2024 s’est interrompue dès la mi-septembre, après la première baisse de 50 points de base par la Réserve fédérale de sa cible de taux. Entre la mi-septembre 2024 et la mi-juin 2025, les taux souverains à 10 ans ont ainsi augmenté de plus de 70 pb. Cette déconnexion entre la partie longue et courte de la courbe des taux s’explique notamment par des prévisions de baisses de taux directeurs moins importantes qu’initialement anticipé, compte tenu de la bonne tenue de l’économie américaine tout au long de l’année 2024. Elle reflète surtout, depuis le début de l’année 2025, une forte augmentation de l’incertitude sur l’évolution de la politique économique et des finances publiques depuis l’élection de Donald Trump ainsi qu’une résurgence du risque inflationniste en lien avec les relèvements effectifs et possiblement à venir des droits de douane. Ces derniers ont été à l’origine de turbulences particulièrement violentes au cours de la deuxième semaine d’avril, marquée par des tensions importantes sur le marché des bons du Trésor américains. Outre les facteurs géopolitiques et macroéconomiques, plusieurs explications liées au fonctionnement du marché ont été avancées, dont le débouclage de positions spéculatives sur le marché des bons du Trésor et la recherche de liquidités (*dash for cash*)³.

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



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

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



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Signe de la nervosité des marchés, la volatilité obligataire a connu plusieurs pics au cours de la période sous revue, en particulier aux États-Unis, à des niveaux qui restent toutefois largement en deçà de ceux atteints au printemps 2023, lors de la dernière crise bancaire⁴.

³ Voir Rapport sur la stabilité financière de la Banque de France, Juin 2025, pp. 17-20.

⁴ Faillite en mars 2023 des banques américaines Silvergate Bank, Silicon Valley Bank et Signature Bank, liées au secteur technologique et de Crédit suisse (Voir Cartographie AMF 2023 des tendances et des risques).

Graphique 5 : Volatilité obligataire, marchés souverains



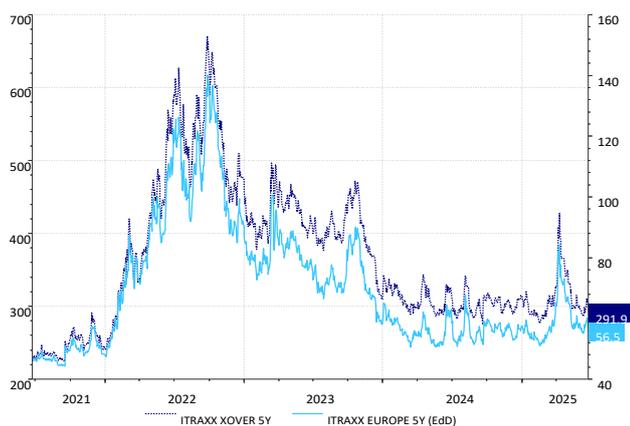
Source : Bloomberg Dernière observation 24/06/2025

Note : États-Unis = Merrill Lynch 1M UST Option Volatilité Estimate Index (MOVE)

Europe = Merrill Lynch 1M EUR Swaption Volatility Estimate Index

S'agissant des sociétés (*corporate*), la perception du risque, qui s'était très nettement améliorée en 2024, s'est aussi brutalement détériorée au début de l'année 2025, avec la montée des tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde, comme l'illustre le rebond brutal des *credit default swaps* (CDS) peu avant l'annonce par Donald Trump le 2 avril 2025 d'un relèvement des droits de douane. La volatilité obligataire a alors également fortement augmenté, en Europe comme aux États-Unis. Ces mouvements se sont interrompus à la mi-avril avec l'annonce par la présidence américaine de la suspension pour 90 jours des taxes douanières « réciproques » mais le pic de défiance atteint au premier trimestre reflète la fébrilité des marchés dans le contexte de forte incertitude liée à l'imprévisibilité des politiques économiques actuelles.

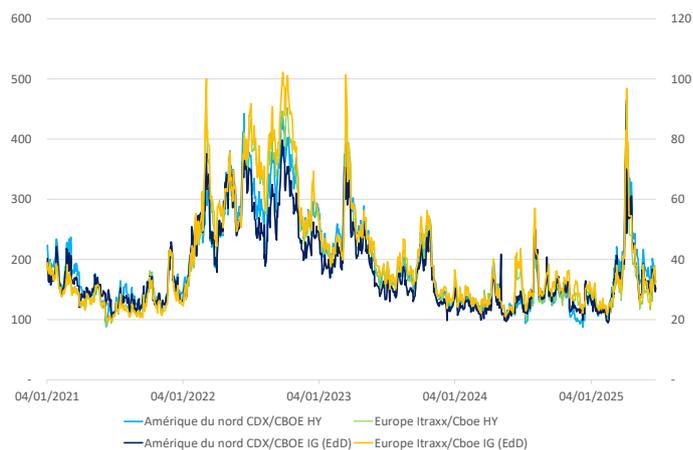
Graphique 6 : Indices CDS *corporate* en Europe (pb)



Source : Datastream Refinitiv

Dernière observation : 24/06/2025

Graphique 7 : Indices de volatilité des obligations *corporate* selon leur notation de crédit



Source : Datastream Refinitiv

Dernière observation : 24/06/2025

Ces turbulences ont eu des conséquences sur les conditions de financement des agents privés sur les marchés financiers. Ces derniers avaient connu une nette détente sur la majeure partie de l'année 2024, en Europe comme aux États-Unis, notamment pour les entreprises de la catégorie spéculative (*high yield*). Les écarts de rendement avec les entreprises les mieux notées s'étaient ainsi resserrés, suscitant des inquiétudes quant à la bonne évaluation des

risques par le marché. Comme pour les obligations souveraines, les tendances se sont ensuite inversées dès l'automne aux États-Unis, y compris pour les entreprises les mieux notées bien que la dégradation soit surtout notable pour les entreprises de la catégorie spéculative. En juin 2025, les rendements des obligations d'entreprises étaient ainsi revenus à leur niveau du printemps 2024, malgré une nette accalmie observée depuis la mi-avril. En Europe, la dégradation est intervenue plus tardivement, au premier trimestre 2025 et s'est concentrée sur les entreprises spéculatives, entraînant un écartement des conditions de financement entre les entreprises selon leur niveau de risque (Graphique 9). À la mi-juin 2025, les conditions de financement des entreprises européennes les mieux notées étaient inférieures au niveau atteint avant le début du cycle d'assouplissement monétaire ou s'en approchaient pour les entreprises spéculatives.

Graphique 8 : Taux des obligations *corporate* (%)



Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Graphique 9 : Écarts entre les rendements des obligations *corporate High yield/AAA-AA* (points de base)



Source : Datastream Refinitiv, calculs AMF
Dernière observation : 24/06/2025

1.1.2. Les valorisations boursières retournent vers leurs plus hauts historiques après la correction du printemps 2025

Les marchés d'actions ont affiché des performances très positives en 2024, portés par les valeurs technologiques et financières et dans un contexte de résilience de l'activité au niveau mondial. Les marchés américains ont enregistré les plus fortes progressions, avec des hausses sur l'année de près de 25 % pour le S&P500, voire 30 % pour le Nasdaq, à la faveur du poids élevé des valeurs technologiques dans la composition des indices⁵ et d'un environnement porteur : solidité de la croissance économique et des résultats des entreprises, perspectives d'allègements fiscaux et de déréglementation avec la réélection de Donald Trump. En Europe, les performances ont été moindres et très hétérogènes. L'indice DAX a ainsi progressé de 18 %, bénéficiant notamment de résultats supérieurs aux attentes de SAP, contre +8,3 % pour l'Eurostoxx 600. À l'inverse, les indices français ont été fortement affectés par la persistance d'une forte instabilité politique après les élections législatives anticipées au second semestre 2024 et par une moindre exposition au secteur technologique. En outre, le secteur du luxe, qui représente une part significative de la capitalisation du CAC 40⁶, a été pénalisé par l'atonie de la demande en Chine. La hausse des dividendes permet toutefois au CAC 40 dividendes réinvestis de terminer l'année en légère hausse (+0,6 %, contre un recul de 2 % pour le CAC 40 hors dividendes réinvestis)⁷.

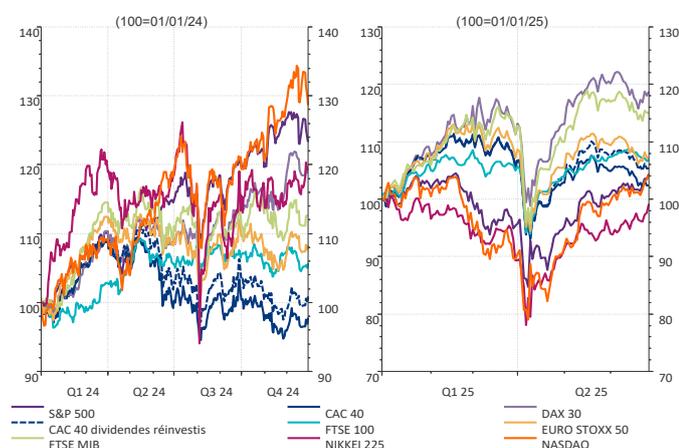
⁵ Les « *Magnificent seven* » (Nvidia, Amazon, Microsoft, Alphabet/Google, Meta/Facebook, Apple et Tesla) représentaient ainsi un tiers de la capitalisation boursière du S&P500 fin 2024.

⁶ Les deux valeurs LVMH et Hermès représentaient à elles seules près d'un quart de la capitalisation du CAC40 fin 2024.

⁷ Les dividendes ont avoisiné 73 milliards d'euros en 2024, soit une hausse de 8 % par rapport à 2023. Au niveau mondial, les montants distribués ont dépassé 1 750 milliards de dollars en 2024, en hausse de près de 7 % sur un an, selon la société Janus Henderson Investors. Près de 90 % des entreprises sous revue auraient maintenu un dividende au moins égal celui de 2023.

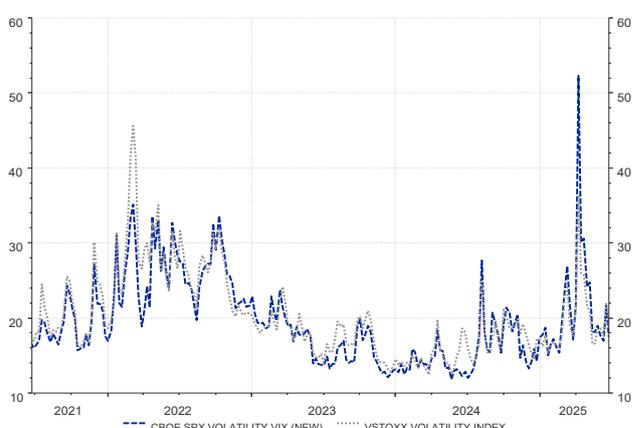
Cette tendance s'est poursuivie sur le premier trimestre 2025, la plupart des indices européens atteignant à cette période de nouveaux plus hauts historiques, malgré les signes de ralentissement de la demande mondiale et la montée des tensions géopolitiques et commerciales. Dans ce contexte, l'annonce le 2 avril 2025 par l'administration américaine de l'augmentation des droits de douane, et, dans les jours suivants, l'escalade dans les menaces de représailles formulées par les États-Unis et ses partenaires commerciaux ont provoqué une brutale correction sur les marchés boursiers et un pic de volatilité. En une semaine, les principaux indices se sont ainsi repliés de plus de 12 %. Ce mouvement s'est interrompu avec l'annonce le 9 avril 2025 par les États-Unis d'un moratoire de 90 jours sur l'entrée en application des nouvelles mesures tarifaires ainsi que par le début de négociations commerciales bilatérales, les marchés d'actions connaissant alors une phase de net rebond. Début juin 2025, la plupart des indices boursiers avaient ainsi retrouvé un niveau proche, bien que toujours inférieur au point haut de mi-mars, et certains avaient battu de nouveaux records historiques, à l'image du DAX et du FTSE MIB.

Graphique 10 : Évolution des indices boursiers



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 24/06/2025

Graphique 11 : Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis (%)



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : 24/06/2025

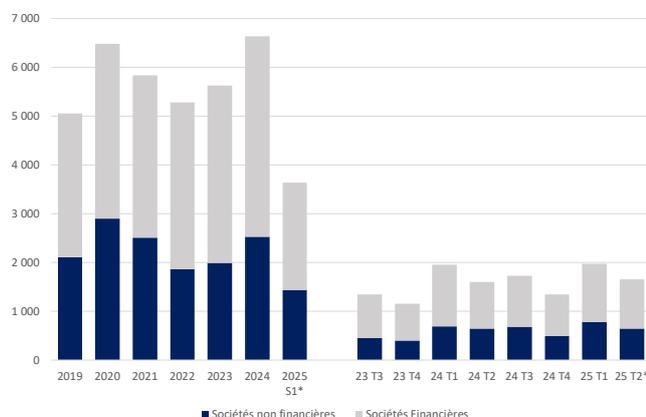
1.1.3. Marchés primaires

□ Les émissions d'obligations d'entreprise sont restées très dynamiques

L'activité sur les marchés primaires obligataires au niveau mondial est restée très dynamique en 2024 et sur les premiers mois de 2025 et ce, quelle que soit la zone géographique considérée. Au niveau mondial, les montants cumulés sur un an des capitaux levés par les sociétés se sont inscrits à la fin du premier semestre 2025 en hausse de 10 % par rapport à la même période de l'année précédente. Les émetteurs ont profité de la baisse du coût des emprunts sur la majeure partie de l'année 2024 pour refinancer une partie de leur dette. La bonne tenue du marché des fusions et acquisitions, ainsi que du segment des CLO, a également constitué un facteur de soutien au marché.

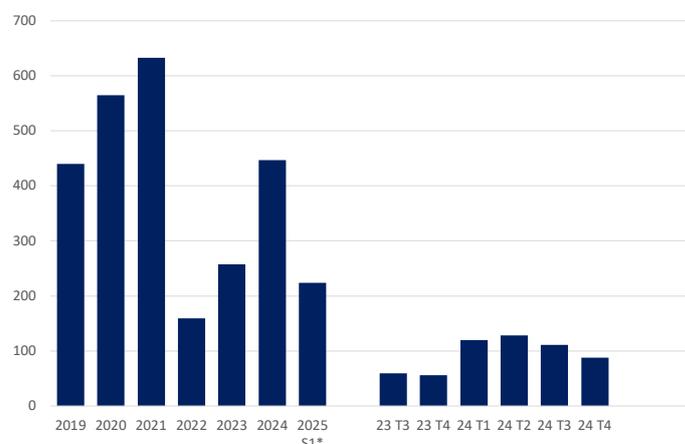
L'activité a continué d'être particulièrement dynamique sur le segment des obligations à haut rendement, où les montants de capitaux levés au niveau mondial ont avoisiné 450 milliards d'euros en 2024, en hausse de plus de 70 % par rapport à 2023. En Europe, les émissions en montant ont quasiment doublé sur l'année, les émetteurs profitant de la détente des taux d'intérêt sur la majeure partie de l'année dans un contexte d'anticipation de la poursuite de la baisse des taux par la Banque centrale européenne pour faire appel au marché. Cette tendance s'est poursuivie sur les premiers mois de 2025, malgré une quasi-fermeture du marché en avril en raison des turbulences engendrées par l'annonce de l'instauration possible de droits de douane « réciproques ».

Graphique 12 : Émissions obligataires corporate dans le monde
(en milliards d'euros)



Source : Eikon Refinitiv
*Données au 24/06/2025

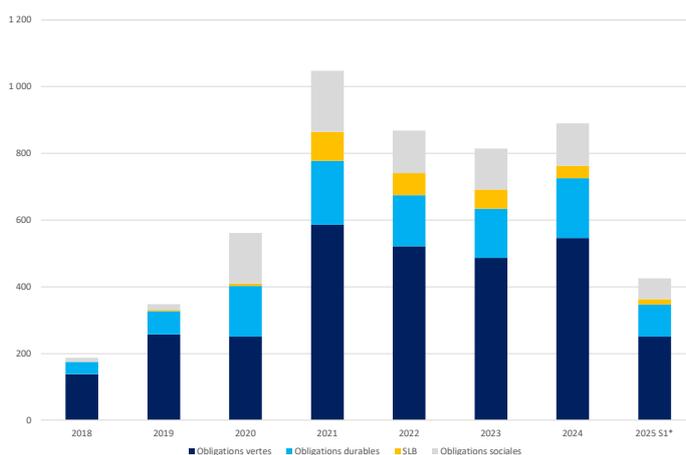
Graphique 13 : Émissions obligataires high yield, Monde
(en milliards d'euros)



Source : Eikon Refinitiv
*Données au 24/06/2025

Enfin, les émissions mondiales d'obligations durables (*sustainability* et *sustainability-linked bonds*, obligations sociales ou obligations vertes⁸) ont rebondi en 2024 de plus de 6 % à près de 900 milliards d'euros. Les obligations vertes, toujours prépondérantes – elles représentent 60 % des émissions –, sont apparues particulièrement dynamiques, notamment en Europe et au Japon. En France, elles ont avoisiné 50 milliards d'euros en 2024, soit une hausse de 70 % sur un an. Depuis le début de l'année 2025, un léger fléchissement est néanmoins perceptible. On notera enfin que depuis l'entrée en vigueur du règlement relatif aux obligations vertes européennes le 21 décembre 2024, neuf émissions bénéficiant du label européen (« EU GBS ») ont eu lieu, pour un montant total de 9 milliards d'euros, dont une à Paris, pour un montant d'un milliard d'euros.

Graphique 14 : Émissions obligataires sur le segment de la finance durable (en milliards d'euros)



Source : Eikon ; *Données au 24/06/2025

⁸ 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.

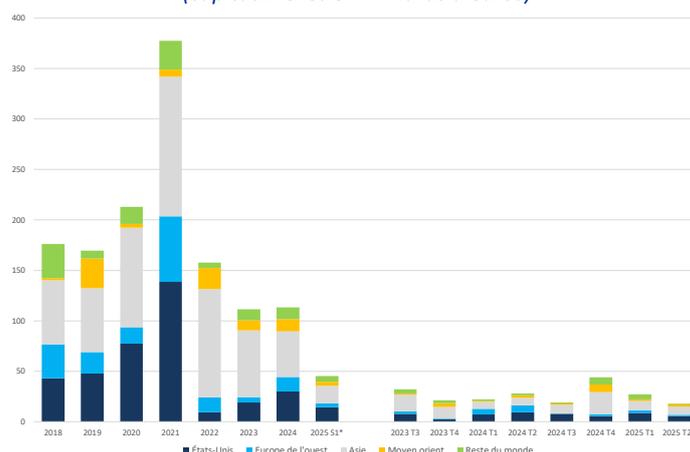
□ La dégradation de l’environnement géopolitique et macro-financier a pesé sur les émissions d’actions au printemps 2025

Sur le marché des introductions en bourse, l’activité est apparue plus contrastée depuis l’été 2024. La bonne tenue des marchés financiers en fin d’année, induite par un certain optimisme quant aux perspectives économiques, et les anticipations d’un assouplissement monétaire de part et d’autre de l’Atlantique, ont constitué des facteurs de soutien dans les économies occidentales.

À la faveur d’un doublement des capitaux levés à 20 milliards d’euros, la place financière de New York a retrouvé en 2024 la première place mondiale du secteur. Ce rebond reflète en grande partie la forte augmentation d’opérations impliquant des entreprises étrangères, qui sont à l’origine de la moitié des capitaux levés, illustrant la forte attractivité de la place financière américaine. En Europe, une nette reprise a également été constatée, avec un triplement des montants levés à près de 15 milliards d’euros en 2024. La France s’inscrit dans cette tendance avec le retour d’opérations sur le marché réglementé d’Euronext Paris et un doublement des montants levés, même s’ils demeurent à des niveaux faibles (750 millions d’euros) et que la reprise ne s’est pas prolongée sur les premiers mois de 2025.

De manière plus générale, l’année 2024 s’est caractérisée par une diversification géographique des introductions en bourse. Toutes les régions du globe ont, en effet, connu une phase d’expansion, à l’exception de la zone Asie, du fait de l’effondrement de l’activité en Chine et à Hong Kong, deux juridictions qui avaient dominé le marché au cours des dernières années. Le continent asiatique reste malgré tout le premier marché de cotation, notamment grâce à l’Inde qui, dans un contexte macroéconomique très porteur, connaît un important développement. Les montants des capitaux levés y ont avoisiné 20 milliards d’euros, soit un quasi-triplement par rapport à 2023, dont 3 milliards d’euros correspondent à l’introduction en bourse de la filiale indienne du constructeur automobile Hyundai, qui se hisse au deuxième rang du palmarès annuel, derrière l’américain Lineage (4,4 milliards d’euros de capitaux levés). Enfin, l’activité au Moyen-Orient est également apparue très dynamique avec plus de 13 milliards de capitaux levés, en hausse de 20 % par rapport à l’année 2023, par des sociétés du secteur public mais également privé.

Graphique 15 : Introductions en bourse selon les zones géographiques
(capitaux levés en milliards d’euros)



Source : Eikon Refinitiv

Note : Données hors SPAC ; *Données au 24/06/2025

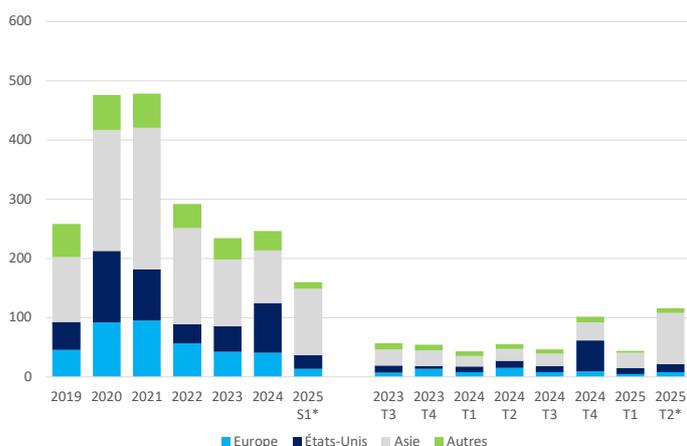
Le rééquilibrage géographique s’est accompagné d’une diversification sectorielle des introductions en bourse, avec l’augmentation des opérations au sein de secteurs traditionnels de l’économie, comme celui des biens de consommations discrétionnaires ou le transport. À l’inverse, les introductions dans le secteur des nouvelles technologies, très en vue ces dernières années, ont marqué le pas, notamment aux États-Unis.

La dégradation de l’environnement géopolitique et macro-financier en lien avec les menaces de guerre commerciale s’est traduite par un freinage brutal de la reprise dès le deuxième trimestre 2025. Pour autant, à la fin du premier semestre 2025, le montant cumulé sur un an des capitaux levés au niveau mondial lors des opérations progressait encore de 5 % par rapport à la même période de l’année précédente.

Les émissions de titres de capital d’entreprises déjà cotées ont été pour leur part particulièrement dynamiques au tournant de l’année 2025. Les montants de capitaux levés ont notamment doublé aux États-Unis en 2024, avec des opérations de grande taille, à l’image des augmentations de capital de Boeing (17,5 milliards d’euros) ou de MicroStrategy (15 milliards d’euros), avant de s’effondrer au printemps (Graphique 16). En Europe, l’activité est restée à un niveau comparable à celui de 2023. Au premier semestre 2025, le montant des capitaux levés au niveau mondial s’est inscrit en forte hausse par rapport à la même période de l’année précédente, reflétant des opérations de grande taille dans la zone Asie, en particulier dans le secteur financier chinois.

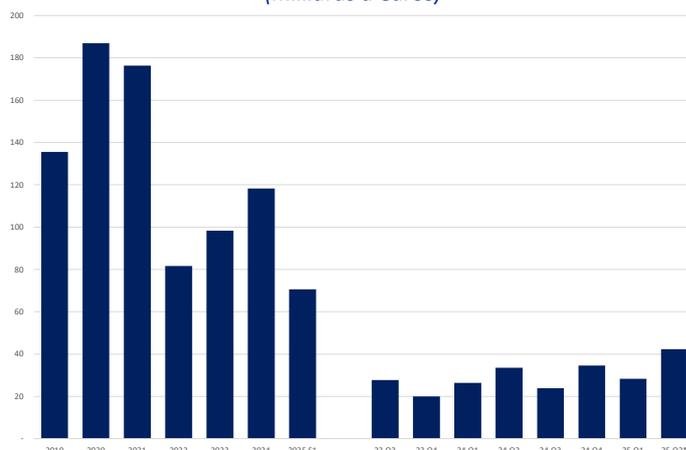
Les émissions d’obligations convertibles sont pour leur part apparues dynamiques tout au long de l’année 2024, avec quasiment 120 milliards d’euros de capitaux levés, principalement aux États-Unis et en Asie, avec notamment l’émission de 5 milliards d’euros effectuée par Alibaba pour financer des rachats d’actions, et sur les premiers mois de 2025 (Graphique 17). Le marché primaire est resté ouvert durant la correction boursière et le pic de volatilité observé en avril. Par ailleurs, la remontée des taux d’intérêt rend cette classe d’actifs attractive par rapport aux obligations classiques.

Graphique 16 : Émissions d’actions hors IPO
(milliards d’euros)



Source : Eikon Refinitiv
*Données au 24/06/2025

Graphique 17 : Émissions d’obligations convertibles
(milliards d’euros)



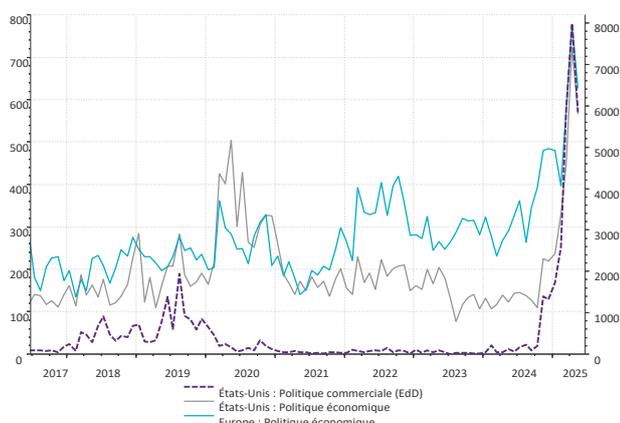
Source : Eikon Refinitiv
*Données au 24/06/2025

1.2. LES RISQUES

1.2.1. Compte tenu des tensions géopolitiques et des risques d’escalade de la guerre commerciale, la détérioration de l’environnement macroéconomique pourrait être plus important que prévu dès 2025

Depuis le début de l’année 2025, l’imprévisibilité de la politique économique et diplomatique de la nouvelle administration américaine a engendré un climat peu propice à la croissance. D’une part, l’augmentation des droits de douane, effective ou potentielle, déstabilise en profondeur le commerce mondial. D’autre part, elle est porteuse de pressions inflationnistes et d’incertitude qui affectent la confiance des ménages et le climat des affaires, ce qui pourrait pénaliser la consommation et l’investissement (Graphique 18 et Graphique 19).

Graphique 18 : Indices d'incertitude



Source : Refinitiv Eikon; Baker, Bloom et Davis (2016) "Measuring Economic Policy Uncertainty"
Dernière observation : Mai 2025

Graphique 19 : Confiance des ménages



Source : Refinitiv Datastream
Dernière observation : Juin 2025

Les centres de conjoncture et les institutions internationales ont revu leurs prévisions de croissance à la baisse au printemps 2025. Le Fonds monétaire international (FMI), la Commission européenne et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ont évalué la croissance économique en France, en 2025, à +0,6 %, en baisse de 0,2 point par rapport à leur estimation à fin 2024. Une stagnation est désormais envisagée en Allemagne par la Commission européenne, soit une baisse de 0,7 point, mais cette estimation ne prend pas en compte l'impact du plan d'investissement allemand. De manière plus générale, selon le FMI, les révisions à la baisse des perspectives de croissance en zone euro (-0,1 point à 1 % en 2025) apparaissent modestes comparées à celles affectant l'économie américaine (-0,9 point à 1,8 %).

Au-delà du ralentissement économique anticipé, et quel que soit le scénario qu'ils ont envisagé (prise en compte des annonces pré ou post 2 avril, *statu quo* ou escalade de la guerre commerciale), les instituts de conjoncture soulignent l'important aléa négatif attaché à leurs prévisions, ces dernières ne prenant pas en compte notamment les effets indirects de l'incertitude entourant l'issue des négociations tarifaires et leur mise en œuvre sur la confiance des agents économiques, de sorte que l'impact final sur la croissance pourrait s'avérer plus fort qu'anticipé. Face à ce nouveau choc majeur, le troisième en moins de cinq ans, les politiques monétaire et budgétaire pourraient voir leurs marges limitées. La possible résurgence du risque inflationniste complique cette année encore la tâche des banques centrales, notamment la Réserve fédérale, qui, si ce risque se matérialise et en cas de ralentissement trop marqué de la croissance américaine, devra arbitrer entre ses deux objectifs, à savoir un niveau élevé d'emploi et la stabilité des prix. Tandis que depuis l'été 2024, la charge de la dette souveraine a continué d'augmenter, du fait de la hausse des taux à long terme et, en Europe, de la poursuite du mouvement de désinflation, la question de la soutenabilité des dettes publiques devrait être également un point d'attention, en particulier dans des pays où, à l'image de la France, les finances publiques ont connu une très nette dégradation depuis la crise de 2020. Aux États-Unis, le déficit public est estimé par l'OCDE à 8 % en 2026 et devrait s'amplifier une fois le « *One Big Beautiful Bill Act* » adopté⁹.

⁹ Celui-ci définit les orientations budgétaires pour les prochaines années.

Graphique 20 : Rendements réels des obligations souveraines 10 ans (%)

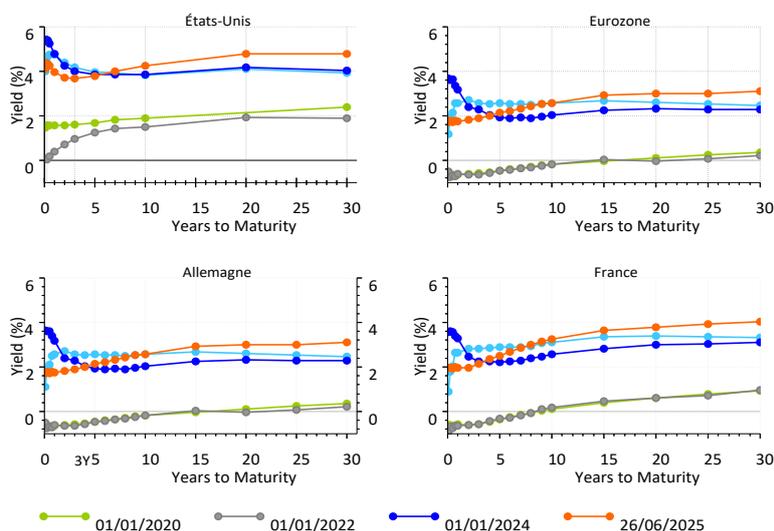


Source : Datastream Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

1.2.2. Les tensions sur les taux à long terme fragilisent le financement des agents économiques

La remontée des taux longs a provoqué une repentification des courbes de taux en Europe et aux États-Unis, contrariant les effets de l'assouplissement monétaire en cours sur l'économie réelle. À la fin du mois de juin 2025, les taux à long terme se situaient largement au-dessus des niveaux atteints avant la crise sanitaire. Les tensions sur les taux longs et la volatilité obligataire sont susceptibles de perdurer, tant que les incertitudes entourant la redéfinition des relations commerciales entre pays ne seront pas levées. Elles pourraient également être nourries, en Europe comme aux États-Unis, par la mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes et la résurgence du risque inflationniste.

Graphique 21 : Courbes des taux



Source : Datastream Refinitiv

Or, le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé se traduira par une augmentation du coût de refinancement des agents économiques. Certes, depuis l'été 2024, les sociétés, en particulier celles classées en catégorie spéculative, ont refinancé une partie très significative de leur dette. Selon l'agence de notation S&P, à la fin du premier trimestre 2025, la proportion de dette *corporate* émise au niveau mondial sur les 12 mois précédents représentait un quart de l'encours de la dette non financière *high yield*, contre 15 % un an auparavant. L'encours arrivant à échéance en 2025 a reculé de 14 % sur le seul premier trimestre 2025, contre 4 % pour les entreprises

classées en catégorie investissement. Un mouvement similaire a pu être constaté pour les échéances 2026-2027, ce qui a permis de relâcher la pression de refinancement à court terme. Le mur de la dette est particulièrement important pour la catégorie spéculative à partir de l'année 2028. Mais malgré ces opérations de refinancement, le montant des dettes arrivant à échéance au cours des deux prochaines années apparaît significatif, et connaîtra un pic en 2028 (plus de la moitié de l'encours sera constituée de dette spéculative, elle-même majoritairement constituée de dettes émises au moment de la crise Covid, à un taux largement inférieur à celui qui prévaut aujourd'hui). Dans ce contexte, le maintien des taux d'intérêt à un niveau élevé se traduirait à terme par une fragilisation des entreprises les plus endettées¹⁰.

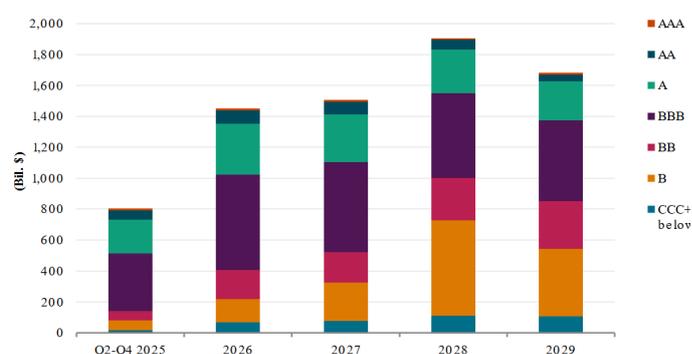
L'agence de notation S&P estime ainsi que le taux de défaut cumulé sur un an des sociétés européennes classées en catégorie spéculative, qui avait diminué au premier trimestre 2025 à 4,1 % après trois années de hausse quasi-continue, devrait se stabiliser à 3,6 % d'ici mars 2026 selon le scénario central. Il pourrait néanmoins atteindre 5,25 % selon les hypothèses les plus défavorables, c'est-à-dire. en cas d'escalade dans la guerre commerciale dans les prochains mois¹¹.

Graphique 22 : Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières spéculatives au niveau mondial



Source : S&P. Données au 01/04/2025

Graphique 23 : Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières au niveau mondial



Toutefois, le risque est loin de se limiter aux entreprises les moins bien notées. L'agence de notation Moody's constate ainsi que le risque de défaut¹² de l'ensemble des sociétés cotées américaines a plus que doublé depuis 2021 pour atteindre 9,2 % au premier trimestre 2025, dépassant le pic atteint au début de la crise du Covid¹³. Cette évolution reflèterait la fragilisation d'entreprises moyennes, plus dépendantes du crédit bancaire et financées à taux variables, pénalisées par le maintien des taux à long terme à un niveau élevé. À l'inverse, bien que très endettées, les entreprises spéculatives, de plus grande taille, bénéficient d'un accès aux marchés obligataires et ont profité du niveau faible des taux d'intérêt à l'issue de la crise Covid pour refinancer une partie de leur dette, à taux fixe, avant la normalisation des politiques monétaires en 2022.

En France, les remboursements des prêts garantis par l'État (PGE) ne semblent pas soulever de difficultés particulières¹⁴ et la hausse des défaillances, de l'ordre de 17 % en 2024¹⁵, a ralenti sur les premiers mois de 2025.

¹⁰ Selon S&P, au 1^{er} avril 2024, près de 30 % de l'encours de dette obligataire des entreprises financières et non financières arrivera à échéance dans les deux ans. L'augmentation du coût de refinancement médian de la dette notée BBB arrivant à échéance d'ici fin 2024 est estimée à 2 points de pourcentage en Europe et aux États-Unis. Elle serait plus marquée pour les entreprises notées en catégorie spéculative (+3,4 points de pourcentage pour les entreprises européennes notées BB).

¹¹ S&P Global (2025): "Default, Transition, and Recovery: The European Speculative-Grade Default Rate Could Ease Slightly To 3.6% By March 2026" (23/05/2025).

¹² Probabilité moyenne de défaut attendue sur un an

¹³ « US firms' default risk hits 9.2%, a post-financial crisis high », 04/03/2025

¹⁴ La Fédération des banques françaises estimait ainsi en mars 2025 que les trois-quarts des montants empruntés avaient été d'ores et déjà remboursés à fin 2024, la garantie de l'État n'ayant été appelé que pour moins de 4 % du montant total distribué (« PGE, 5 ans après », 25/03/2025). Pour rappel, les entreprises empruntrices en difficulté peuvent bénéficier depuis janvier 2022 de dispositifs de restructuration et d'un allongement de la durée des prêts de 5 à 8 voire 10 ans.

¹⁵ La hausse des défaillances dans la zone euro s'est établie à 19 % en 2024.

En particulier, les défaillances d’ETI et de grandes entreprises se sont stabilisées depuis le début de l’année, à un niveau toutefois deux fois plus élevé que sur la décennie 2010. Pour autant, la détérioration des délais de paiement observée en 2023 s’est poursuivie en 2024, selon l’Observatoire des délais de paiement. Elle était plus marquée en France qu’en Europe, ce qui constitue un point de vigilance.

1.2.3. Les risques d'une nouvelle correction boursière demeurent à un niveau élevé

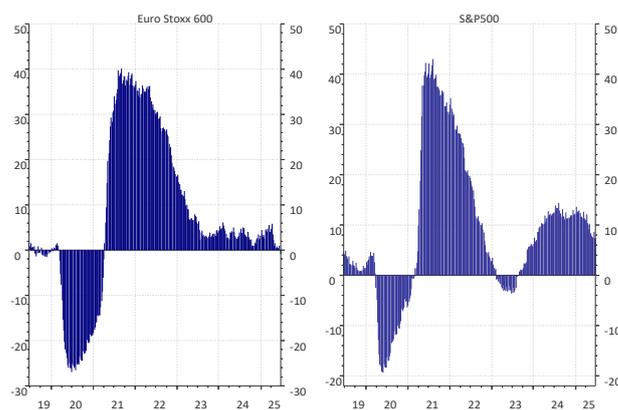
Après la correction intervenue en avril 2025, les marchés d’actions ont rebondi et certains (DAX, FTSE MIB) ont même dépassé leurs plus hauts historiques dès le mois suivant. Aux États-Unis, où les bénéfices trimestriels des sociétés sont restés très bien orientés au premier trimestre, le S&P 500 et l’indice Nasdaq ont retrouvé fin mai leur niveau du début d’année. Quant à l’indice CAC 40, il affichait sur la même période une progression de 5 %, loin toutefois des gains enregistrés par les principaux indices européens (+ 20 % pour le DAX, + 10 % pour l’Eurostoxx 50). En Europe, la surperformance des valeurs cycliques par rapport aux valeurs défensives s’est amplifiée depuis le début de l’année 2025, malgré les révisions à la baisse des prévisions de croissance et des bénéfices des sociétés.

Graphique 24 : Performances des valeurs cycliques et défensives du Stoxx 600 (100=01/01/2025)



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Graphique 25 : Bénéfices par action anticipés à 12 mois (glissement annuel, en %)



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Aux États-Unis, le ratio cours/bénéfices ajusté du cycle du S&P 500 (*Cyclically adjusted price-to-earnings ratio*)¹⁶ se situait en juin 2025 à un niveau très supérieur à sa tendance de long terme (Graphique 26) pouvant refléter la surévaluation du marché boursier américain. Par ailleurs, l’indice Skew, qui mesure pour le S&P500 le risque d’occurrence d’un événement extrême, demeure aussi à des niveaux relativement élevés (Graphique 27).

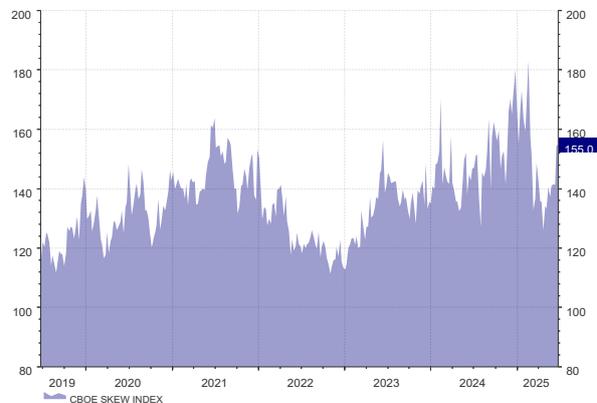
¹⁶ Le ratio CAPE est calculé en divisant le prix d’une action/d’un indice boursier) par la moyenne des bénéfices de l’entreprise/des composants de l’indice sur 10 ans, corrigée de l’inflation.

Graphique 26 : Ratio cours/bénéfice ajusté du cycle du S&P500 (CAPE-Cyclically adjusted price-to-earnings ratio)



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Graphique 27 : Indice Skew



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

Par ailleurs, aux États-Unis et, dans une moindre mesure en Europe, les primes de risque actions se situaient toujours des niveaux historiquement faibles en juin 2025¹⁷, ce qui suggère une faible aversion au risque des investisseurs (Graphique 28).

Alors que les risques géopolitiques et l'incertitude économique apparaissent extrêmement élevés, le risque d'une nouvelle correction boursière est fort, notamment si l'ampleur du ralentissement économique devait s'avérer plus importante que prévue. La forte concentration des performances boursières sur quelques sociétés, observée tant en Europe qu'aux États-Unis, accroît par ailleurs la vulnérabilité du marché à la réalisation de scénarios défavorables (extension de conflits régionaux, escalade de la guerre commerciale, révisions à la baisse des perspectives de croissance, etc.) et à des risques idiosyncratiques.

Enfin, le risque de maintien de tensions sur les taux d'intérêt à long terme ou leur augmentation, en particulier aux États-Unis, pourrait se traduire par un report des investisseurs vers des placements sans risques, au détriment des actions, mais également des titres obligataires. Ce phénomène pourrait aussi s'observer en Europe via des effets de contagion.

Graphique 28 : Primes de risques sur les marchés actions



Source : Eikon Refinitiv
Dernière observation : 24/06/2025

¹⁷ Il s'agit du supplément de rendement anticipé par rapport au taux sans risque exigé par les investisseurs pour investir dans des actions.



ORGANISATION DES MARCHÉS ET INTERMÉDIATIONS

SYNTHÈSE

La dynamique très positive sur les marchés actions engagée depuis fin 2022 s'est atténuée à l'approche de l'été 2024 pour laisser place à un environnement plus imprévisible, en particulier depuis l'élection américaine. Ainsi, on a constaté un retour de la volatilité, sur tous les segments de marché, qui s'est également accompagné d'une forte hausse de l'activité et des volumes échangés. La dégradation des conditions de liquidité s'est toutefois révélée temporaire et les marchés ont fait preuve de résilience au plus fort des tensions.

Si, comme lors des épisodes de tension précédents, cette augmentation des volumes s'est traduite par un regain d'activité sur les plateformes *lit*, on assiste au renforcement d'une tendance déjà identifiée avec des volumes exécutés via des systèmes d'enchères, et notamment durant le *fixing* de clôture, qui continuent d'augmenter. Cet environnement pose des interrogations en termes de bon fonctionnement du processus de formation des prix et de risque opérationnel.

Sur les marchés obligataires, les volumes échangés, déjà en hausse sur l'année 2024, augmentent à un rythme soutenu sur le début de l'année 2025, maintenant la liquidité à un très bon niveau historique. Cette tendance reflète la bonne tenue des marchés souverains et d'entreprise même si la liquidité s'est légèrement dégradée sur les segments les plus risqués (obligations *corporates*, en particulier *high yield*) au plus fort des tensions. Sur le marché du *repo*, la normalisation se poursuit et semble initier une nouvelle étape avec une légère hausse de la part des opérations *repo* relativement au *reverse repo* en 2024 pour les entités européennes, en conséquence de l'environnement de taux positif.

La détente s'est poursuivie sur les marchés de dérivés de matières premières agricoles et de l'énergie. Toutefois, les matières premières sont parmi les principales cibles des nouveaux tarifs douaniers annoncés. L'incertitude qui entoure ces nouveaux droits de douane se traduit aussi par une augmentation de la volatilité sur ces marchés et la recherche d'une valeur refuge, entraînant le cours de l'or à des niveaux historiques.

Les marchés de crypto-actifs ont, pour leur part, très largement bénéficié de l'arrivée de la nouvelle administration américaine, très favorable à leur développement : le Bitcoin a franchi de nouveaux records et la capitalisation des *stablecoins* a augmenté de 35 % depuis l'élection. Cette croissance s'accompagne néanmoins d'une très forte volatilité et d'une sensibilité plus grande au contexte macro-économique et politique. Si la taille de ces marchés reste encore limitée à ce stade, ils croissent rapidement et les liens entretenus avec le reste du système financier se renforcent.

L'industrie financière a montré sa résilience dans ce contexte de volatilité et de hausse rapide des volumes de transactions. Cependant, elle demeure sensible à des événements opérationnels et cybers, dont l'occurrence augmente encore cette année.

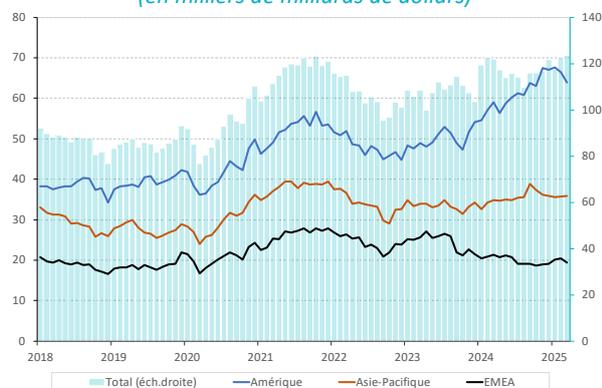
2.1. MARCHÉS D' ACTIONS

2.1.1. Des capitalisations boursières et des volumes mondiaux en hausse en 2024

La capitalisation boursière mondiale a augmenté de 18 % en 2024, s'établissant à près de 122 000 milliards de dollars. La zone Amérique a, l'année passée encore, porté cette croissance, sa capitalisation ayant crû de 24 % en 2024 (après une hausse de 21 % en 2023). Cette progression permet aux places américaines de compter pour plus de la moitié de la capitalisation boursière mondiale, à 55 % fin 2024. Les valeurs technologiques – notamment « les sept magnifiques » (*Magnificent 7*), ont été parmi les moteurs de cette dynamique haussière. Leur performance, accompagnée d'une croissance de 5 % de la zone Asie-Pacifique, permet d'outrepasser la forte contraction de la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA), de 11 % sur l'année. Il s'agit de la troisième année consécutive se terminant en baisse pour la zone EMEA. Les premiers mois de l'année 2025 donnent des signes d'inversion de tendance pour les marchés américains, avec une baisse de 6 % sur le premier trimestre.

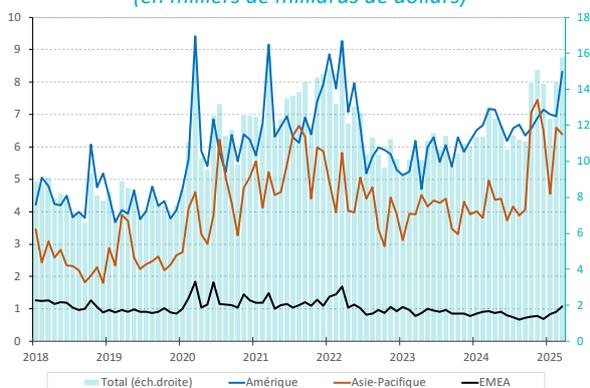
À l'échelle mondiale, les volumes de transaction sur actions sont repartis à la hausse pour s'établir à 148 572 milliards de dollars en 2024, soit une augmentation de 17 % par rapport à 2023. Le volume des échanges revient à hauteur des niveaux de 2022. Cette croissance est portée par une hausse de 17 % des volumes dans la zone Amérique, mais aussi par une augmentation significative de l'activité sur la zone Asie-Pacifique à partir du mois d'octobre 2024, avec une hausse de 23 % des volumes échangés sur l'année à 58 425 milliards de dollars. Ce dynamisme a été stimulé par la baisse des taux décidée par la Banque centrale chinoise accompagnée de l'annonce de mesures de soutien par le gouvernement chinois. Les places chinoises, Shanghai et Shenzhen, qui comptent pour près de 75 % des échanges de la zone Asie-Pacifique, ont ainsi vu leur volume mensuel traité plus que doubler sur la fin de l'année. À l'inverse, dans la zone EMEA, le volume de transaction s'est replié de 9 % en 2024.

Graphique 29 : Capitalisations boursières
(en milliers de milliards de dollars)



Source : WFE, AMF

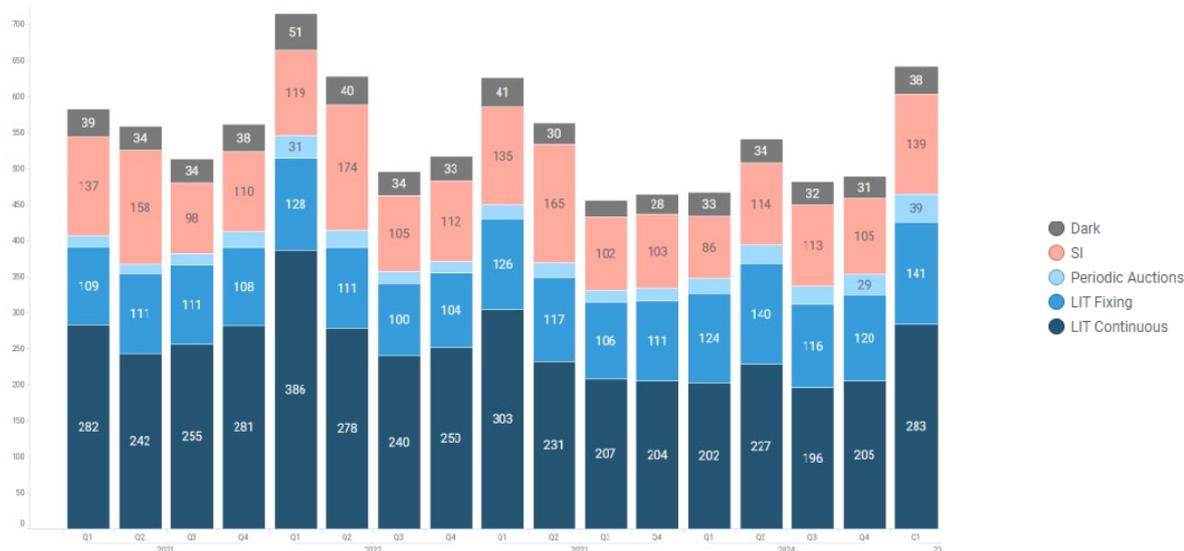
Graphique 30 : Volumes de transaction sur actions
(en milliers de milliards de dollars)



2.1.2. Une baisse des volumes échangés sur le marché français en 2024 et une augmentation des volumes exécutés via un mécanisme d'enchères

Les volumes échangés sur les marchés français se sont établis à 1 973 milliards d'euros en 2024, un repli de 6,3 % par rapport à 2023 et même de 16 % par rapport à 2022. La part des transactions exécutées en continu sur des plateformes *Lit*, hors opérations de gré-à-gré, a continué de s'éroder pour s'établir légèrement au-dessus de 40 % en 2024, alors qu'elle était encore proche de 50 % début 2023, au profit des transactions exécutées via un mécanisme d'enchères (*fixing* ou *periodic auctions*). Ainsi, les transactions réalisées au *fixing* comptent désormais pour 25 % des volumes totaux. Ces transactions au *fixing* se font sur des plateformes *Lit* et donc au détriment des volumes qui y sont échangés en phase continue. Sur Euronext, le volume traité au *fixing* sur les composantes du CAC 40 a représenté 51,2 % de l'ensemble des volumes d'Euronext en 2024. Les volumes échangés via des enchères périodiques ont également vu leur part de marché augmenter sensiblement en 2024 avec 100 milliards d'euros échangés, soit 5 % des volumes totaux.

Graphique 31 : Volume échangé par lieu de négociation
(Marché français, en milliards d'euros, hors transactions de gré à gré)



Source : Refinitiv

Encadré 1 : Croissance des volumes au *fixing* sur les titres du CAC 40

Sur Euronext, la part du volume traité au *fixing* a encore crû pour s'établir durablement au-dessus de 50 % en 2024 (Graphique 33). La majorité des composantes du CAC 40 est dorénavant davantage traitée au *fixing* qu'en continu. Les explications de ce report vers le *fixing* sont certainement multiples, mais il semble que la croissance de la gestion passive y joue un rôle central. En effet, la part du volume traité au *fixing* sur les titres du SBF 120 hors CAC 40 a augmenté, elle aussi, mais dans des proportions très inférieures de l'ordre de 20 %. L'activité au *fixing* des titres inclus dans le CAC 40 et ceux hors indice semble donc différente. Cette dichotomie peut laisser supposer une activité soutenue de la gestion indicielle passive dont les mécanismes de création et de destruction de parts se réalisent, la plupart du temps, à la valeur liquidative de fin de journée et dont la réplique exacte implique des négociations au cours de clôture. En complément, il est aussi possible que les intervenants de marché préfèrent concentrer au *fixing* les transactions opérées pour le compte de leurs clients pour des raisons réglementaires. En effet, la directive sur les Marchés d'instruments financiers MiFID 2 impose aux prestataires de services d'investissement une obligation de meilleure exécution pour ces transactions, laquelle est plus facile à respecter au *fixing* qu'en phase continue. Une autre hypothèse avancée jusqu'à présent expliquait cette hausse du *trading* au *fixing* par la volonté des autres participants de marchés d'éviter de traiter face à des traders à haute fréquence (HFT). Néanmoins, cette hypothèse semble être moins vérifiée aujourd'hui : si les HFT étaient historiquement peu actifs sur les phases de *fixing*, ils représentent depuis 2022, près de 20 % des volumes traités au *fixing* de clôture d'Euronext.

Cette hausse de la part du *fixing* implique une concentration des ordres en début et fin de journée. La liquidité sur le marché continu se dégrade donc pour les intervenants de marché notamment, lorsqu'ils sont dans l'obligation de fractionner leurs ordres en journée, augmentant le temps et le coût nécessaires à l'exécution de leurs positions. De plus, l'essentiel de l'information de marché est capté en ouverture et clôture de séance, soit une fraction de temps très limitée relativement aux heures d'ouverture de bourse (de 9h à 17h30 pour Euronext).

Cette évolution pose la question de la qualité des prix disponibles en phase continue et plus généralement l'impact global sur la qualité du processus de formation des prix.

Outre l'impact sur la liquidité et le processus de formation des prix, l'accumulation d'une aussi grande quantité d'ordres sur des phases de *trading* aussi courtes, nous amène également à nous questionner sur les impacts en termes de risques opérationnels, que ce soit dans le cas d'une panne ou d'une éventuelle attaque cyber.

2.1.3. Les conditions de marché se sont dégradées début 2025 en lien avec la forte volatilité

Les marchés actions ont très fortement réagi aux annonces de droits de douane américains. Ainsi, la hausse de la volatilité (cf. Chapitre 1) s’est accompagnée d’une dégradation importante des conditions de liquidité sur le marché français :

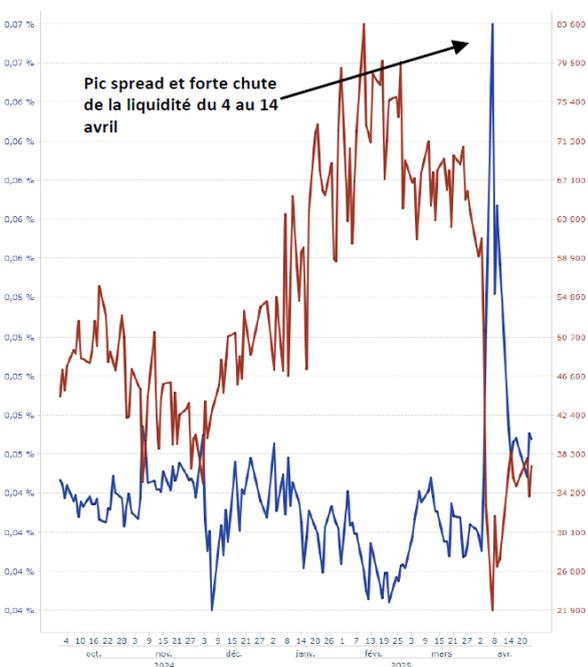
- les fourchettes de prix offerts à l’achat et à la vente (*spreads*) se sont écartées, passant de 0,04 % à 0,07 % entre le 2 et le 7 avril ;
- la profondeur de marché s’est aussi fortement détériorée, la liquidité disponible aux meilleures limites a baissé de 61 000 euros à 22 000 euros entre le 2 et le 7 avril.

La détente initiée au 10 avril a permis un resserrement important des *spreads*, à 0,05 % le 24 avril et une reconstitution de la profondeur aux premières limites à 37 000 euros.

La volatilité a également tiré les volumes échangés à la hausse. Les volumes négociés sur les valeurs du CAC 40 au T1 2025 se sont établis à 640 milliards d’euros, soit une hausse de 31 % par rapport au T4 2024 et au plus haut niveau depuis le T1 2022, lors de la crise en Ukraine. Euronext a enregistré son quatrième trimestre le plus important en termes de volumes depuis 2009. Les volumes négociés sur les valeurs du CAC 40 se sont établis à 271 milliards d’euros (Graphique 33), en hausse de 29 % par rapport au dernier trimestre 2024.

L’analyse des volumes échangés montre que cette hausse s’est faite à la faveur des plateformes *Lit* et du *trading* en phase continu qui a totalisé 44 % des volumes échangés au T1 2025 (soit une hausse de 38 % par rapport au T4 2024 et au plus haut depuis le T1 2023). Sur Euronext, la part du volume traité au *fixing* est ainsi passée à 46 % sur ce trimestre alors qu’elle avait dépassé 50 % en 2024. Ces tendances reflètent le fait qu’en période de volatilité accrue, les intervenants privilégient les plateformes offrant de la transparence pour assurer une exécution rapide de leurs ordres et au plus proche de la formation des prix.

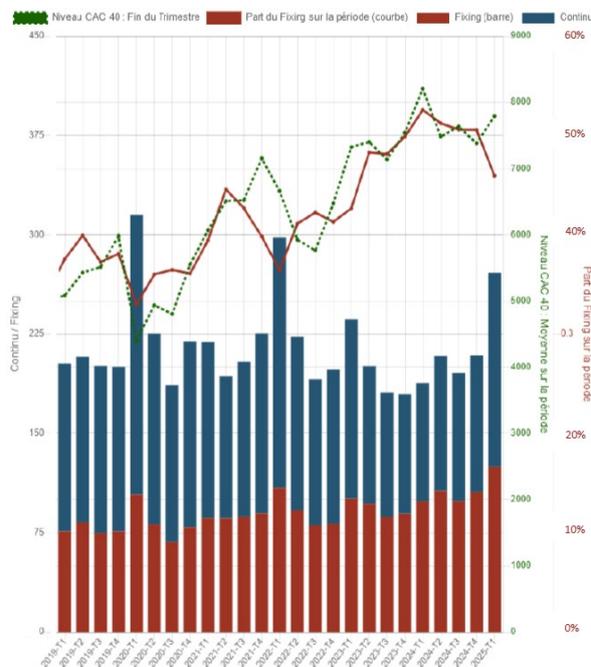
Graphique 32 : Indicateurs de liquidité des valeurs du CAC 40
(Euronext Bid Offer spread (bleu) et profondeur des premières limites (rouge))



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 33 : Volumes échangés sur Euronext Paris
(Valeurs du CAC 40, milliards d’euros)



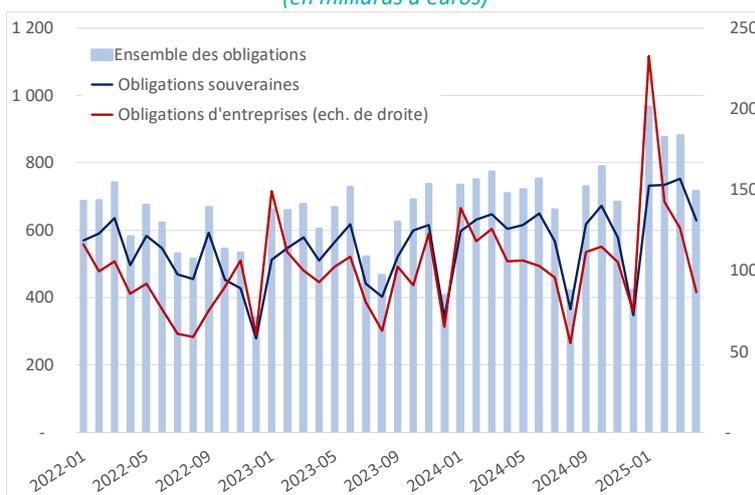
Source : Refinitiv, AMF, Reporting des transactions

2.2. MARCHÉS OBLIGATAIRES

2.2.1. La liquidité se maintient en 2024

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

Graphique 34 : Volumes échangés sur les marchés obligataires français
(en milliards d'euros)

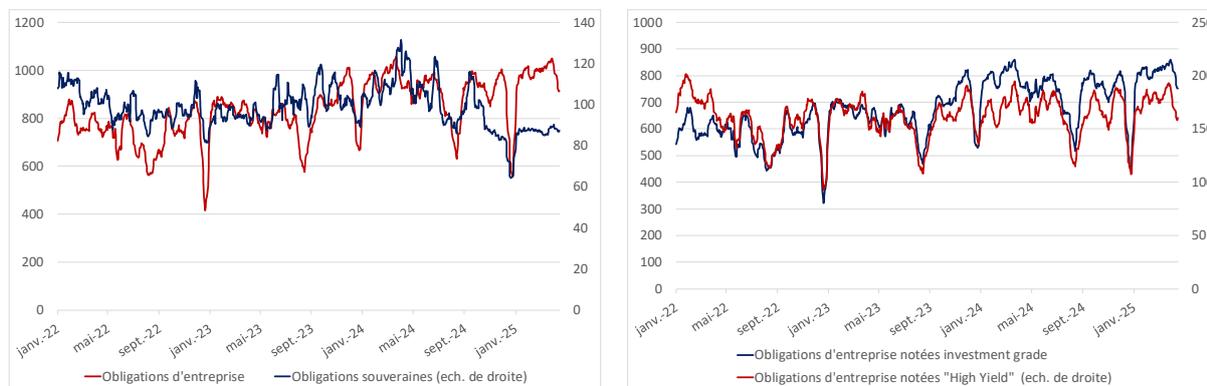


Source : calcul AMF, reporting des transactions au 30/04/2024

Les volumes échangés sur les marchés obligataires se sont globalement inscrits en hausse en 2024, oscillant entre 600 et 800 milliards d'euros par mois sur le premier semestre. Des effets de saisonnalité ont été, comme chaque année, prononcés en août et décembre 2024, les volumes traités descendant à 400 milliards d'euros. Sur le début de l'année 2025, les volumes traités sur les marchés obligataires français sont en très forte hausse du fait de l'impact des annonces américaines sur les droits de douane. Ainsi, ils se sont approchés des 1 000 milliards d'euros en janvier 2025 et se sont maintenus au-dessus de 800 milliards jusqu'en mars avant de revenir à des niveaux moyens habituellement observés en avril.

Les segments des obligations souveraines et d'entreprise ont globalement suivi les mêmes dynamiques, les premières comptant pour 85 % des volumes en 2024, une part stable sur les dernières années. Les niveaux d'inflation plus contenus depuis la fin de l'année 2023, ainsi que les baisses de taux anticipées et matérialisées depuis juin 2024 ont suscité l'intérêt des investisseurs. La volatilité du cours des obligations françaises, du fait des tensions liées à l'adoption du budget et de l'instabilité politique qui en a découlé, n'a pas entravé l'activité sur le souverain français, qui reste élevée.

Graphique 35 : Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée
(moyenne mobile 10 jours)

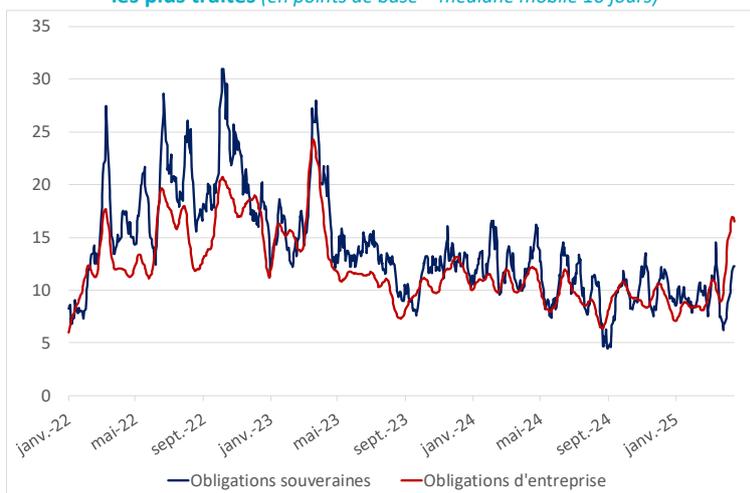


Source : AMF, reporting des transactions

Le nombre d'obligations différentes effectivement échangées au cours de la journée est resté relativement stable en 2024. Pourtant, cela cache deux dynamiques bien distinctes. Ainsi, le nombre d'obligations souveraines échangées chaque jour a globalement baissé depuis avril 2024, passant de 132 à 87 en avril 2025. Cette baisse peut s'expliquer par une concentration de l'activité sur un nombre restreint d'obligations souveraines. Sur le segment des obligations d'entreprise, en revanche, on constate une légère hausse du nombre d'obligations échangées quotidiennement début 2025. Dans le contexte actuel plus incertain, ce sont les titres notés en catégorie *Investment grade*, portant un risque moindre, qui ont le plus été concernés par cette hausse : ces titres représentaient, début 2025, plus de 82 % des obligations d'entreprise échangées chaque jour.

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 pratiqués¹⁸.

Graphique 36 : Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités (en points de base – médiane mobile 10 jours)



Source : AMF, reporting des transactions

L'analyse de cet indicateur révèle une amélioration de la liquidité à partir du deuxième trimestre 2024, avant une stabilisation jusqu'à la période récente. Les huit baisses des taux entamées en juin 2024 n'ont pas entraîné de

¹⁸ 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.

variations fortes, laissant penser que les marchés les avaient bien anticipées. Sans surprise, le récent stress sur les marchés obligataires a dégradé l'indicateur de prix qui a augmenté d'une dizaine de points de base sur le segment *corporates* et d'environ 7 pb sur le segment souverain sur le premier trimestre 2025. La liquidité sur les obligations s'est donc globalement maintenue et 2024 et légèrement dégradée sur le début de l'année 2025, notamment sur les segments les plus risqués (obligations *corporates*, en particulier *high yield*).

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

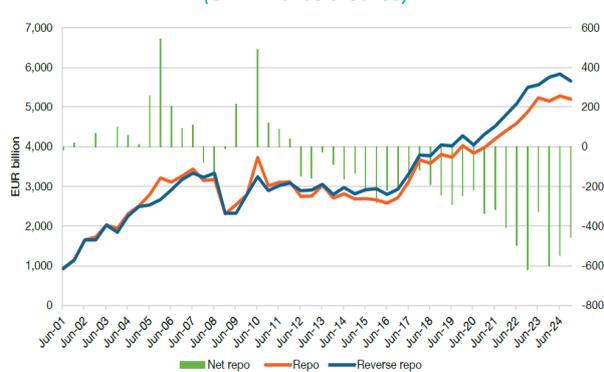
Le marché du *repo* européen a conclu l'année 2024 en se maintenant à 10 860 milliards d'euros pour les 61 entités européennes participant à l'enquête de l'International Capital Market Association (ICMA), soit une contraction mineure de 40 milliards d'euros. Pourtant, le premier semestre s'est caractérisé par un niveau d'activité historique à 11 114 milliards d'euros. Le deuxième semestre a ainsi constitué la première contraction du volume échangé depuis 2020.

Graphique 37 : Le marché du repo en Europe
(en milliards d'euros)



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

Graphique 38 : Position sur repo vers reverse repo
(en milliards d'euros)



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

□ Une baisse du volume traité sur le marché *repo* anticipée et en ligne avec la politique monétaire européenne

La contraction du deuxième semestre 2024 était attendue par le marché avec la fin des programmes d'achat d'actifs par les banques centrales qui a mécaniquement libéré des collatéraux qui auraient été détenus à leur bilan. Ajouté à la hausse des émissions souveraines en 2024, l'offre d'obligations souveraines susceptibles d'être mobilisées en collatéral de transactions *repo* a augmenté, plaçant le marché dans un environnement relativement peu tendu. Il convient de noter que la position de *cash net lender* sur le marché s'est aussi contractée fin 2024. Pourtant, celle-ci n'a fait que croître entre 2012 et début 2023 dans le contexte de taux négatifs et de liquidité abondante qui avait mené les intervenants de marché européens à être proportionnellement plus actifs sur le segment du *reverse repo*, c'est-à-dire mettre à disposition leur cash pour acquérir des titres avec un accord de revente à terme¹⁹.

Mais le basculement de la politique monétaire a réduit, déjà en 2023, les activités de *reverse repo*, les acteurs de marchés se reportant vers d'autres marchés plus rémunérateurs dans le contexte de retour à l'environnement de taux positif. Fin 2024, le *reverse repo* représente 52,1% des volumes.

L'ICMA rapporte d'autres facteurs expliquant la baisse du volume. Elle fait notamment état d'une baisse du levier des *hedge funds*, acteurs centraux de ce marché, qui, faute d'opportunité sur les opérations de *basis trades*²⁰, ont réduit leur exposition sur le marché *repo* au profit des marchés actions nord-américains, plus attractifs. Elle évoque aussi l'idée que les banques réduisent la taille de leur bilan en fin d'année par peur de devoir recourir aux facilités

¹⁹ Les opérations de *reverse repo*, sont ainsi le pendant des opérations *repo* dans lesquelles, les intervenants vendent avec un accord de rachat à terme des titres à une contrepartie dans le but d'obtenir des liquidités au moment de la cession du titre. Les initiateurs de transactions *repo* et *reverse repo*, sont donc les contreparties respectives d'une même opération.

²⁰ Les stratégies de *basis trade* sont des arbitrages qui visent à exploiter un écart de prix (la « base ») existant à un instant donné entre un actif (ici des obligations souveraines) et les contrats à terme sur le même actif.

de liquidité de la BCE, créant un risque de stigmatisation (c'est-à-dire le risque d'être perçue comme connaissant des difficultés de financement²¹).

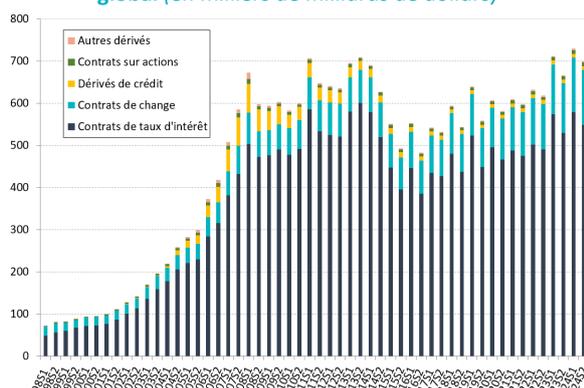
□ Un écartement limité des *spreads* européens en fin d'année

La normalisation du marché se traduit donc par une régularisation des positions à partir de début novembre, contre octobre en 2023 et dès l'été en 2022. Une régularisation plus tardive indique un stress moindre sur la disponibilité du collatéral pour les opérateurs de ce marché. En conséquence, les *spreads* vis-à-vis du benchmark €STR (le taux d'intérêt de référence qui reflète les coûts d'emprunt au jour le jour des banques de la zone euro) se sont maintenus à 8 pb pour l'Allemagne et la France et 12 pb pour l'Espagne et l'Italie jusqu'en décembre. Comme chaque fin d'année, une forte volatilité a animé ce marché avec une chute des taux repos sur les collatéraux allemands et français à €STR-40 bp €STR-56 bp respectivement. Des niveaux respectivement à hauteur de ceux de la clôture 2023, à €STR-60 et €STR-40.

2.3. MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS

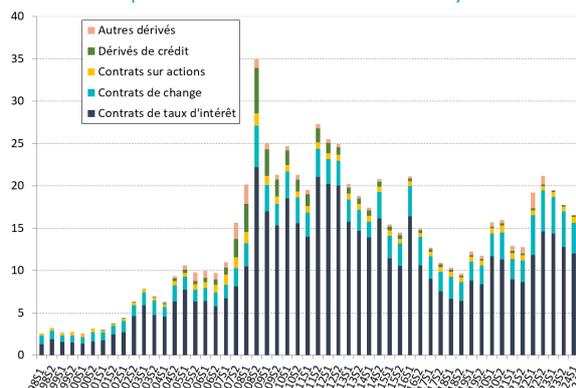
2.3.1. Une activité qui se maintient à un niveau élevé en 2024

Graphique 39 : Dérivés de gré à gré - montant notionnel global (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 40 : Montants en valeur de marché brute (en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Les montants notionnels bruts mondiaux des dérivés négociés de gré-à-gré ont poursuivi leur progression en 2024, dépassant à nouveau les 700 000 milliards de dollars au premier semestre, pour finir l'année à cette hauteur²². Cette croissance a été principalement portée par les contrats de taux d'intérêt, qui représentent toujours près de 80 % du total et traduisent une forte activité dans un contexte de volatilité persistante des anticipations de politique monétaire, tant aux États-Unis qu'en Europe. Les dérivés de change ont également augmenté, confirmant leur dynamique haussière initiée depuis 2022. Les volumes sur les dérivés de crédit et sur actions sont restés relativement stables, tandis que les autres dérivés restent marginaux.

Les valeurs de marché brutes des dérivés de gré à gré, c'est-à-dire la somme des valeurs liquidatives de ces contrats, ont reculé en 2024, s'établissant à environ 17 000 milliards de dollars, contre près de 18 000 milliards fin 2023. Ce repli met fin à la dynamique haussière amorcée depuis 2022. Les dérivés de change affichent également une légère contraction, bien que leur volume reste élevé. En revanche, les dérivés de crédit, les contrats sur actions et les autres dérivés demeurent globalement stables.

²¹ 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.

²² L'évolution des montants notionnels totaux affiche une saisonnalité depuis 2016 avec une baisse récurrente entre le premier et le second semestre. Cette saisonnalité s'expliquerait par une réduction des positions en lien avec une volonté de maîtriser les contraintes réglementaires de fin d'année.

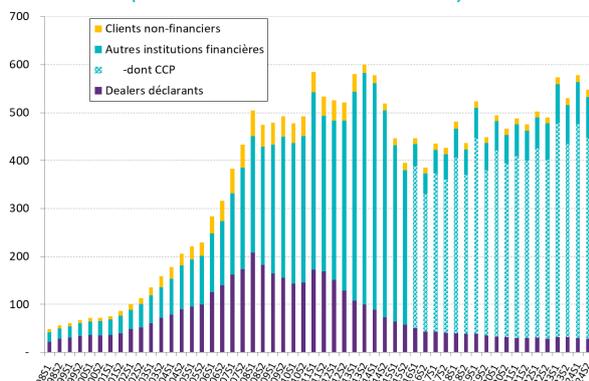
Graphique 41 : Expositions brutes de crédit
(en milliards de dollars)



Source : BRI

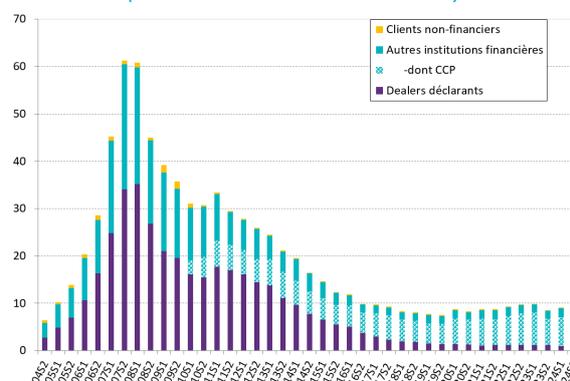
En 2024, les expositions brutes de crédit²³ ont affiché une légère baisse en début d'année avant de rebondir au second semestre pour terminer l'année à environ 3 000 milliards de dollars.

Graphique 42 : Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

Graphique 43 : Encours mondial (notionnel) des credit default swaps par type de contrepartie
(en milliers de milliards de dollars)



Source : BRI

L'encours de dérivés de taux d'intérêt compensés centralement (CCP, pour *Central Clearing Counterparty*) s'est maintenu à un niveau stable à 76 % du total en 2024 pour atteindre 418 000 milliards de dollars en fin de cette année. Il a augmenté pour les *credits default swaps* (CDS), puisque la part de l'encours compensé est passée de 65 à 70 % entre le deuxième semestre 2023 et le deuxième semestre 2024.

2.3.2. Plateformes européennes

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

²³ Les expositions brutes de crédit corrigent les valeurs brutes de marché des expositions croisées entre institutions financières. Elles constituent ainsi un indicateur agrégé de risque de contrepartie des positions sur dérivés insensible à la compression.

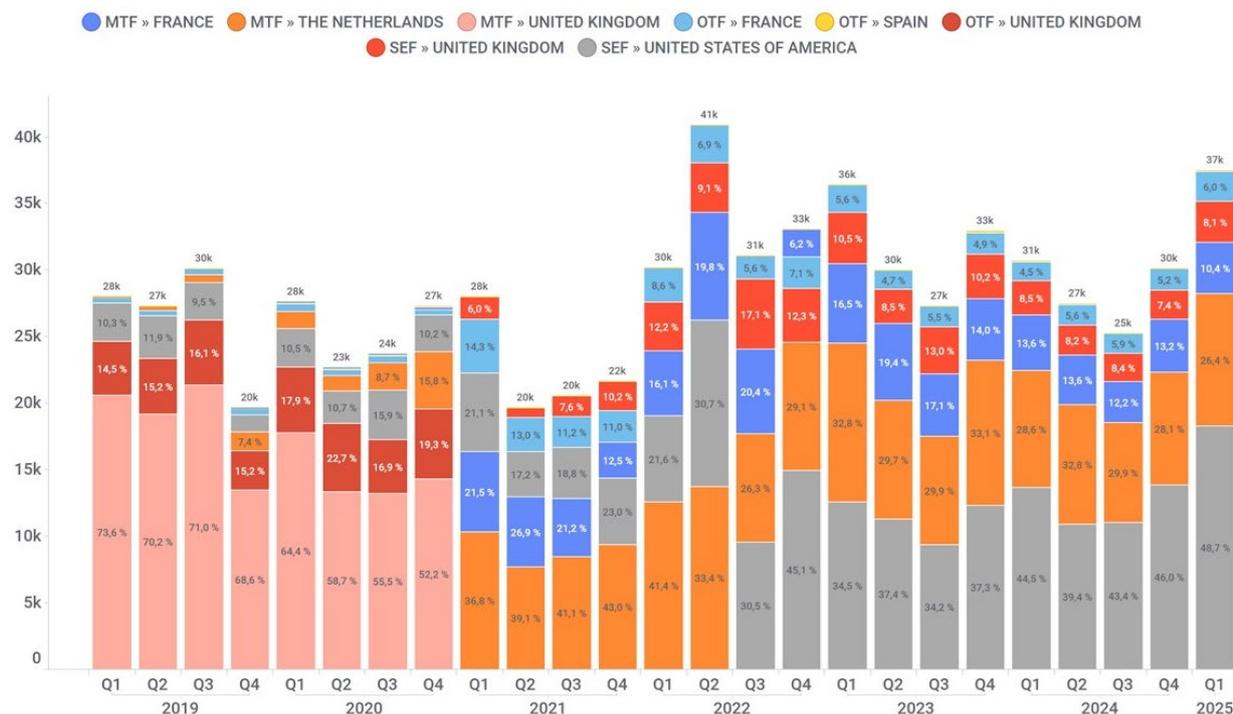
destination. Une tendance qui s'est renforcée en 2024 et début 2025, dans un contexte de tensions géopolitiques, mais aussi de baisse des taux, qui ont augmenté les besoins de couverture (Graphiques 44).

Sur le marché des *swaps* de taux, les volumes échangés se sont ainsi maintenus à un niveau élevé. S'ils ont baissé de 10 % entre 2023 et 2024, totalisant 126 000 transactions, l'activité reprend très fortement début 2025 avec 37 000 transactions exécutées sur le premier trimestre. Les plateformes américaines affichent la part de marché la plus élevée depuis le deuxième trimestre 2022. En 2025, elles totalisent même plus de 48 % des volumes traités. Dans le même temps, la part de marché des plateformes néerlandaises s'est contractée, passant sous les 30 % en 2024.

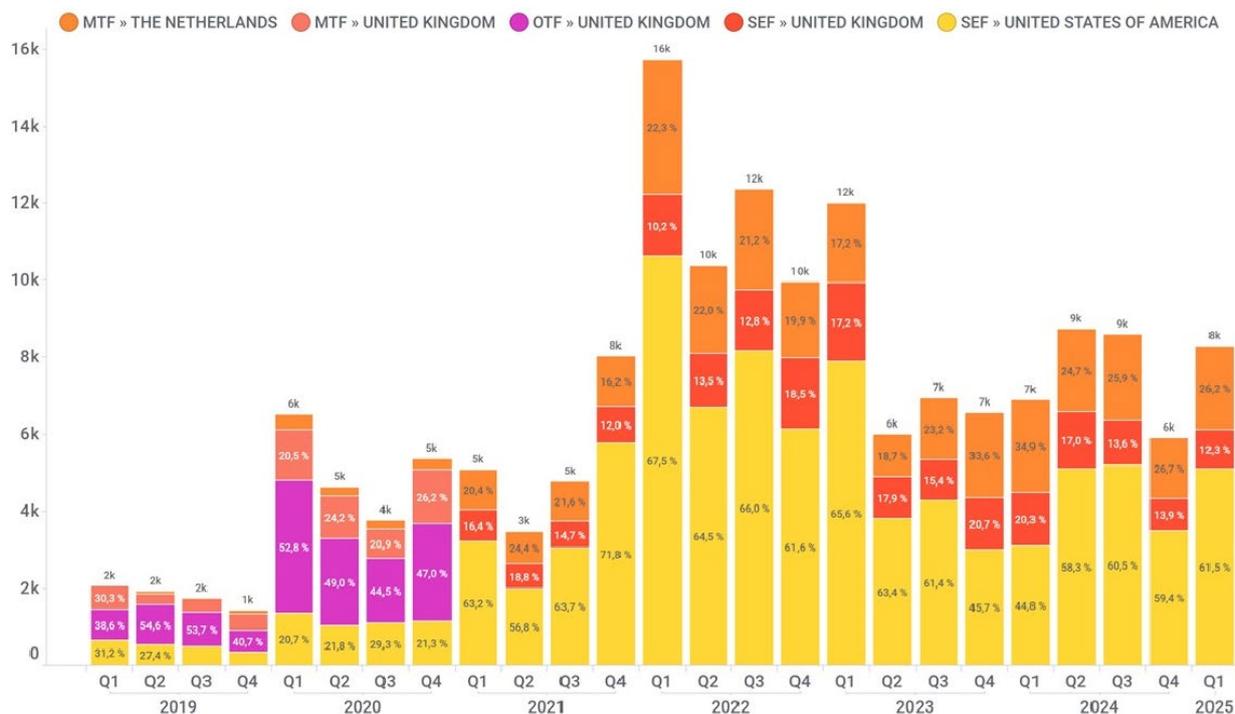
Concernant les dérivés de crédit, les transactions sont reparties à la hausse en 2024 avec, notamment 9 000 transactions aux troisième et quatrième trimestres alors que l'activité s'était stabilisée autour de 7 000 transactions sur les trimestres précédents. Début 2025, comme sur tous les marchés, les volumes ont augmenté. De manière générale, la part de marché des SEF américain a augmenté, sur les périodes récentes, leur part de marché est revenue autour de 60 %, mais reste loin des 66 % observés en 2022. À l'inverse, les MTF néerlandais, qui avaient glané des parts de marchés en 2023, sont revenus à hauteur de 13 % des transactions sur période récente. Les SEF américains continuent de s'affirmer comme les grands gagnants du *Brexit* sur le marché des CDS sur indices. La part de marché des MTF britanniques s'est, elle, stabilisée autour de 25 %.

Graphiques 44 : Activité des prestataires de service d'investissement (PSI) français

Graphique 44.1 : Sur swaps de taux fixes contre taux variables EUR, GBP ou USD



Graphique 44.2 : Sur CDS sur indices



Source : AMF

2.3.3. Une stabilisation des marges bilatérales

Fin 2024, l'ISDA a évalué le montant total des marges²⁴ collectées par les 32 plus grands participants de marché à 1 459 milliards de dollars, soit une hausse de 6 % par rapport à fin 2023 et revenant au-dessus des niveaux de 2022. Cette croissance trouve son origine dans une hausse de 9 % des marges de variations, intégralement portée par les marges réglementaires, + 13 % sur un an à 1 028 milliards de dollars, tandis que les marges discrétionnaires (fixées par les parties aux contrats dérivés sans contrainte réglementaire) sont restées stables. En parallèle, les marges initiales collectées se sont maintenues à 431 milliards de dollars, la hausse des marges discrétionnaires (de 15 %) compensant la baisse des marges réglementaires (de 4 %).

Les marges versées par ces mêmes intervenants de marché se sont inscrites en légère baisse, de 2 % à 1 035 milliards de dollars en 2024. Leur niveau est relativement stable depuis 2022. Ainsi, en 2024, ils ont versé 328 milliards de dollars en marges initiales, en hausse de 2 % grâce à une croissance des marges discrétionnaires qui ont presque doublé en un an, à 15 milliards. Les marges de variation versées se sont repliées de 5 % en 2024 à 707 milliards de dollars, tirées notamment par une baisse de 10 % des marges de variation discrétionnaires versées.

Le relatif équilibre des niveaux de marges collectées et versées est cohérent avec la stabilisation du nombre de participants de marchés soumis aux obligations réglementaires puisque le passage à la sixième phase de la mise en œuvre des exigences de marges remonte à présent en septembre 2022²⁵.

²⁴ Les marges se décomposent en :

- marges initiales (IM) qui protègent les contreparties contre les pertes potentielles pouvant résulter des fluctuations de la valeur de marché des contrats pendant le laps de temps nécessaire pour liquider les positions et les remplacer en cas de défaut de la contrepartie ;
- marges de variation (VM) qui couvrent le risque de marché.

²⁵ La mise en œuvre des exigences de marges initiales et de marges de variations pour les dérivés non compensés a commencé en février 2017 et a été séquentielle en six phases, dépendant des montants notionnels traités annuellement par les contreparties. Le processus s'est achevé en septembre 2022, rendant la compensation obligatoire pour toute contrepartie traitant plus de 8 milliards d'euros de notionnel par an (le seuil précédant était de 50 milliards).

Les marges de variation versées se sont contractées cette année encore, de 4 % en 2024 à 707 milliards de dollars, le retrait étant plus marqué pour les marges de variations reçues, à 13 % et passant sous les 1 000 milliards de dollars²⁶. Cette contraction est observée à la fois sur les marges de variation réglementaires et discrétionnaires avec une proportion plus forte pour ces dernières, en repli de 9 %. Des conditions de marché relativement stables et une volatilité modérée, sur les marchés actions et obligataires depuis 2023 peuvent expliquer cette réduction.

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

Type de marges	Origine du versement	Sens	2024	2023	2022	2024/2023
Marges initiales	Obligation réglementaire	versées	313	312	229	0%
		collectées	354	364	248	-3%
	Versement discrétionnaire*	versées	15	8	9	82%
		collectées	77	67	77	15%
Total marges initiales		versées	328	320	238	2%
		collectées	431	431	326	0%
Marges de variation	Obligation réglementaire	versées	514	526	556	-2%
		collectées	745	657	775	13%
	Versement discrétionnaire	versées	192	215	248	-10%
		collectées	283	283	311	0%
Total marges de variations		versées	707	741	805	-5%
		collectées	1 028	940	1 085	9%
Total		versées	1 035	1 061	1 043	-2%
		reçues	1 459	1 371	1 411	6%

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

Source : ISDA

Le collatéral apporté par les 32 grands participants de marché couverts par l'ISDA s'est composé à 11 % de cash, 54 % d'obligations souveraines et 35 % d'autres actifs. C'est la première fois depuis que l'ISDA réalise son rapport que la part des obligations souveraines dans les collatéraux apportés passe sous les 58 %, ce ratio était de 64 % en 2023, les participants préférant diversifier leurs apports. Les marges de variations sont davantage composées de cash, celui-ci 68 % des marges de variation reçues. Là encore, la part des titres non souverains et non-cash, est en hausse à 13 % contre 10,5 % en 2023.

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

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

La tendance à la normalisation des marchés, enclenchée à l'été 2022 et qui avait ramené les cours sous les 200 euros la tonne, a connu une rupture au printemps 2024. Le prix de la tonne est repassé au-dessus des

²⁶ Rappelons que seuls 32 participants de marché prennent part à l'étude de l'ISDA et que les marges échangées avec tout autre participant ne seront rapportées qu'unilatéralement, expliquant l'écart entre les soldes de marges versées et reçues.

250 euros sur la première quinzaine de mai en réaction à des conditions météorologiques défavorables en Europe de l’Ouest (humidité et précipitations excessives) et en Europe de l’Est (sécheresse) qui ont créé des pressions sur l’offre 2024 de blé. Les bonnes récoltes aux États-Unis ont pu apaiser la pression sur les prix en apportant des garanties sur l’offre internationale de blé et compensant largement la faiblesse des récoltes françaises et allemandes en premier lieu. Le cours du blé se maintient cependant bien au-dessus de 200 euros/t depuis. Sur le début de l’année 2025, le cours du blé est de nouveau en baisse grâce à de bonnes conditions météorologiques qui sont propices à des récoltes abondantes pour l’année.

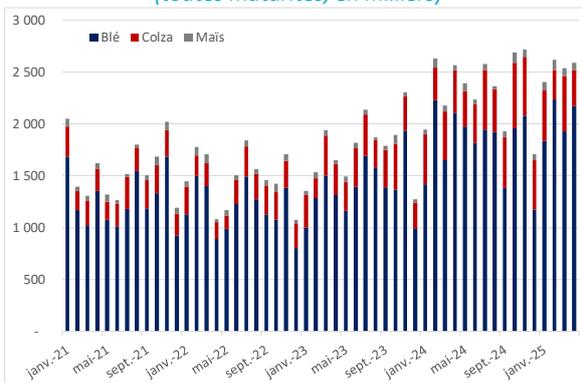
Les productions de maïs et de colza ont dû composer avec les mêmes contraintes météorologiques sans pour autant connaître une flambée des prix similaires en mai. Les deux matières premières ont fini l’année en hausse, de 6 % pour le maïs à 210 euros la tonne et de 17 % pour le colza à 511 euros la tonne. Comme pour le blé, le prix de la tonne de maïs est en baisse sur le début de l’année 2025, sous l’influence d’un climat favorable aux récoltes à venir. En revanche, le colza connaît une dynamique indépendante depuis l’été. La hausse prononcée des cours sur la fin de l’année s’explique par une faiblesse des stocks européens et une demande excédentaire sur le marché physique.

Graphique 45 : Prix des contrats Euronext
(en euros par tonne)



Source : Refinitiv

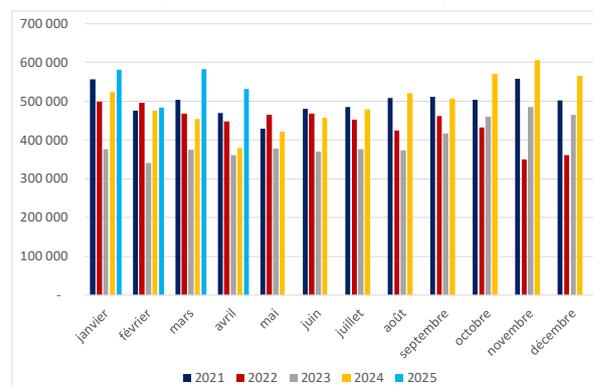
Graphique 46 : Nombre de contrats MATIF échangés
(toutes maturités, en milliers)



Le nombre de contrats MATIF blé, maïs et colza échangés a fortement augmenté en 2024, cumulant même plus de 2 500 contrats certains mois. L’activité sur les contrats blé a ainsi augmenté de 31 % en 2024, celle sur le maïs de 27 % et celle sur le colza de 42 %. La volatilité affichée sur certains mois ainsi que la reconstitution, au moins partielle, de la compétitivité des graines européennes ont pu augmenter l’intérêt des acteurs de la filière de couvrir contre les variations de prix. Début 2025, la tendance se prolonge.

Le nombre de contrats ouverts (*open interest*) sur le blé s’est placé, pour chaque mois de 2024, à un niveau supérieur à ceux observés en 2023. Les positions ouvertes ont augmenté à partir d’avril pour finir au-dessus des niveaux de 2021, entre 500 000 et 600 000 contrats sur la fin de l’année. Les positions ouvertes restent très hautes sur début 2025.

Graphique 47 : Positions ouvertes et cours sur le contrat MATIF blé Euronext
(toutes maturités, en milliers)



Source : Refinitiv

2.4.2. Normalisation des marchés de l'énergie

La reconstitution des stocks européens depuis 2023 a permis de réduire la dépendance énergétique des pays européens aux importations russes. L'année 2024 a ainsi été marquée par la poursuite de la baisse des cours des matières premières énergétiques.

Le cours du baril de Brent est resté relativement contenu sur l'année 2024 ouvrant et terminant l'année à hauteur de 70 dollars et évoluant, le plus clair de l'année, entre 70 et 80 euros, montrant une volatilité relativement plus faible que lors des années précédentes. Le début de l'année 2025 marque un repli prononcé du cours du baril de Brent, qui s'établissait à 58 dollars début mai, soit la première occurrence sous les 60 euros depuis août 2021. Cette baisse rapide s'explique par la montée des tensions commerciales qui pèsent sur la demande mondiale, matérialisée notamment par la baisse attendue des échanges internationaux. Le relatif apaisement des tensions commerciales au cours du mois n'a pas suffi à rétablir le cours du Brent à son niveau « pré-Liberation day ». En effet, huit pays membres de l'OPEP+²⁷, ont réaffirmé, le 4 mai, leur intention d'augmenter, sur une base volontaire, leur production, maintenant le prix du baril autour de 65 euros fin mai.

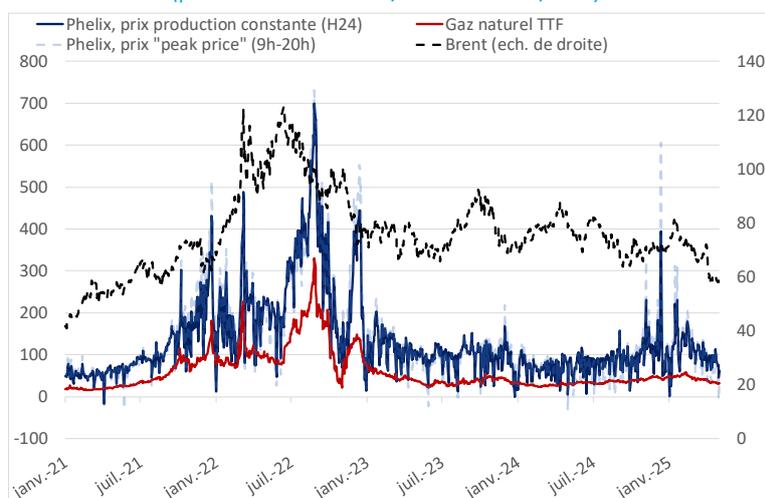
Le cours du gaz naturel TTF, origine Pays-Bas et servant de référence pour le marché européen a réenclenché une tendance haussière en 2024, passant de 32 à 49 euros mégawattheure (MWh), soit une hausse de 50 % en un an, bien que toujours très largement inférieurs aux prix observés en 2022. Le cours est même monté à 59 euros en février alors que les niveaux de stock de gaz naturel de nombreux pays européens s'amointraient et que les températures s'apprêtaient à baisser. Le taux de remplissage des stocks de gaz naturel pour l'Union Européenne était de près de 50 % début février, mais légèrement sous les 30 % en France. Finalement, la fin de l'hiver a été relativement doux, limitant la pression sur les stocks, maintenant un taux de remplissage de 36 % pour l'UE début mars, le niveau le plus bas depuis l'éclatement du conflit en Ukraine. Tous les pays européens ont été touchés par cet amenuisement partiel des réserves, en effet, seuls trois présentaient un taux de remplissage supérieur à 50 % en mars. Les craintes, bien que modérées, ont essentiellement concerné la France, avec des stocks descendus à 21 %, et l'Allemagne, à 30 %. La pression sur les prix s'est moins faite ressentir dès la mi-février 2025 une fois les garanties d'approvisionnement obtenues. Les cours suivent depuis la tendance décrite par le pétrole avec une forte baisse les ramenant à 30 euros l'unité thermique début mai. Rappelons que les prix demeurent fortement au-dessus de leur moyenne historique, puisque le contrat TTF s'échangeait autour de 10 euros avant 2022.

Sur le marché de l'électricité, les cours des indices Phelix (*Physical Electricity Index*) font office de référence pour la zone européenne. Deux cours se distinguent, le cours du MWh de l'électricité produit en continu et celui de

²⁷ L'OPEP+ est un groupe rassemblant les pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) augmenté de 11 autres pays producteurs de pétrole. Les huit pays ayant décidé d'augmenter leur production sont : l'Arabie Saoudite, la Russie, l'Iraq, les Émirats Arabes Unis, la Kazakhstan, l'Algérie et l'Oman.

l'électricité générée pour répondre aux besoins en journée²⁸ (prix « pic d'activité » entre 9h et 20h). Les deux indices suivent des dynamiques très proches. Les prix du MWh sont structurellement assez volatils et se sont globalement maintenus, jusqu'en octobre 2024, sur une fourchette de prix allant de 40 à 100 euros. La fin de l'année a, en revanche, été marquée par une forte hausse des prix, entre 100 et 200 euros le MWh, rompant sa corrélation avec le gaz naturel (le principal intrant dans sa production en Europe). La hausse des cours trouve son origine dans la conjonction de l'entrée dans l'hiver et de la forte baisse de la génération d'électricité par la filière éolienne. La baisse de l'apport des énergies renouvelables a même conduit à un pic à près de 400 euros pour la production continue et à plus de 600 euros pour la production en journée au moment où l'Allemagne a fait face à une baisse de la production éolienne ainsi qu'à une baisse de ses filières de production par énergie fossile, par charbon notamment.

Graphique 48 : Prix de l'électricité et du gaz naturel en Europe
(prix mensuel en euros/MWh et euros/baril)



Source : Refinitiv

²⁸ Le prix de l'électricité « peak price » réalise fréquemment des incursions dans des niveaux négatifs, ce qui peut s'observer dans les cours de clôture présentés dans le Graphique 48. 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.

Encadré 2 : Conséquences de la montée des droits de douane sur les marchés de matières premières

La réélection de D. Trump en novembre dernier a ressuscité les tensions commerciales sur les exportations de matières premières à destination des États-Unis. En 2018, lors du premier mandat, l'administration américaine avait justifié l'imposition d'un droit de douane de 25 % sur l'acier et l'aluminium en raison d'un enjeu de sécurité nationale dans le cadre de la Section 232 du *Trade Expansion Act* de 1962, qui prévoit l'imposition de barrières tarifaires pour maintenir la production de produits stratégiques assurant la sécurité nationale. Le 2 avril 2025, lors du *Liberation day* la justification de la mise en place des droits de douane tenait de l'existence de déficits bilatéraux et invoquait l'*International Emergency Economic Power Act* de 1977. Un droit de douane généralisé de 10 % a ainsi été imposé sur toutes les importations américaines et des droits de douane additionnels seront imposés là où les États-Unis entretiennent un déficit sectoriel important. La liste des matières premières sujettes à ces nouvelles mesures est donc bien plus large que la première augmentation opérée en 2018, mais comporte de nombreuses exceptions²⁹.

❑ Matières premières énergétiques : des marchés exemptés de mesures tarifaires

La plupart des produits énergétiques (pétroles bruts ou produits de pétroles, gaz naturel liquéfiés ou non et charbon), dont les États-Unis sont très dépendants, sont exemptés de droits de douane additionnels, seule la barrière aux importations généralisée de 10 % est imposée. Cependant, ce taux est, dans la plupart des cas, très proche, voire identique, aux droits déjà en vigueur. En revanche, comme évoqué dans la partie 2.4, les prix de l'énergie subissent la baisse anticipée de la demande mondiale.

❑ Matières premières agricoles : une hausse des coûts de production à venir

La balance commerciale américaine sur les produits agricoles est clairement déficitaire depuis 2023. Pourtant, jusqu'en 2019, les États-Unis ont présenté un excédent courant sur cette industrie. Le déficit s'est creusé sur les importations de fruits, de légumes, de boissons alcoolisées et de produits alimentaires transformés. Les matières premières financiarisées, dont le prix est défini sur les marchés à terme et étant les plus surveillées par le régulateur, en particulier les grains, ne sont pas ciblées par les nouveaux droits de douane au-delà du tarif de 10 %.

Pour autant, les produits agricoles, mêmes financiarisés, blé et maïs en tête, pourraient être déstabilisés par la hausse du prix des coûts de production liés :

- au prix des intrants dans la mesure où certains engrais sont sujets à des droits de douane additionnels, bien que tous ne soient pas ciblés. La baisse des prix de l'énergie pourrait cependant compenser cette hausse ;
- au prix des équipements agricoles, directement ciblés, comme l'industrie automobile, par des droits de douane spécifiques.

❑ Les métaux : des marchés plus fragmentés

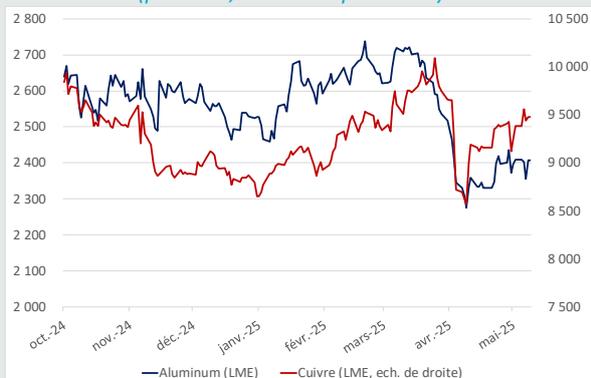
Compte tenu des dotations faibles des États-Unis pour de nombreux métaux, les déficits sont très importants pour ce secteur. C'est particulièrement le cas, pour l'acier et l'aluminium qui se retrouvent frappés par des droits de douane additionnels élevés. Le cours de la tonne d'aluminium du London Metal Exchange (LME), marché de référence en Europe et aux États-Unis, a ainsi perdu 20 % de sa valeur entre le 20 mars et le 10 avril, face à la perspective de baisse de la demande mondiale.

Sur le marché de l'acier, il est intéressant de noter que, du fait de sa fragmentation, la baisse n'a pas été identique dans toutes les zones géographiques. Le prix chinois (provenant du *Shanghai Future Exchange*) s'est contracté de 10 % alors que le prix américain a augmenté de 36 % sur la même période, en réponse à une demande interne plus importante pour compenser la baisse des importations. La hausse est proportionnellement plus forte car les capacités de productions nord-américaines sont limitées et peinent à répondre à la demande interne.

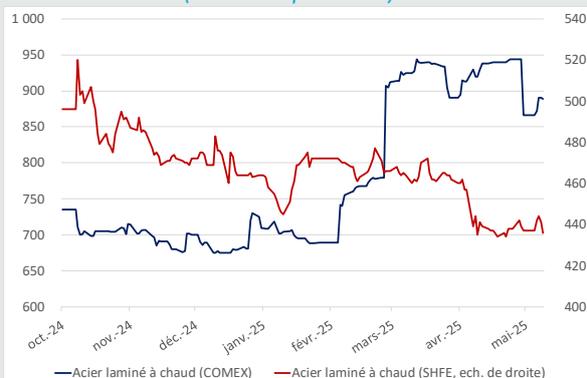
Le cours du cuivre a été beaucoup plus volatil que l'acier en raison de l'incertitude quant à l'imposition de droits de douane additionnels : la tonne du métal a ainsi gagné 1 000 dollars sur les trois premiers mois de l'année avant d'en perdre 1 500 autour de l'annonce de la décision d'exemption et de reprendre 1 000 dollars ensuite.

²⁹ [La liste complète des matières premières exemptes de droits de douane spécifiques](#) a été annoncée dès le *Liberation day* par la Maison Blanche.

Graphique 49 : Cours de l'aluminium et du cuivre
(prix LME, en dollars par tonne)



Graphique 50 : Cours de l'acier (NYMEX et SHFE)
(en dollars par tonne)

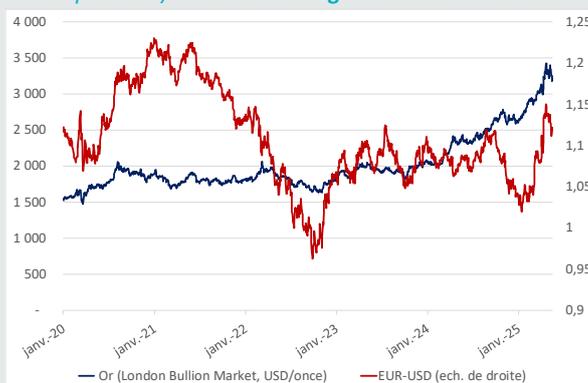


Source : Refinitiv

☐ Métaux précieux : l'or reste la valeur refuge dans ce contexte incertain

L'augmentation des incertitudes et les craintes de ralentissement économique ont soutenu le cours de l'or qui est plus que jamais perçu comme une valeur refuge. Ainsi, après une hausse de 27 % en 2024, l'or a poursuivi cette tendance haussière depuis le début de l'année 2025 en progressant de 25 % à plus de 3 300 dollars/onçe et atteignant de nouveaux records : jusqu'à 3 395 dollars au 6 mai et même 3 500 dollars en séance.

Graphique 51 : Cours de l'or (prix London Bullion Market, en dollars par onçe) et taux de change nominal euro-dollar



Source : Refinitiv

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

Le système d'échange de quotas d'émissions (QE) de gaz à effet de serre, également appelé « marché du carbone », est un outil réglementaire dont le but est de contribuer aux objectifs de réduction des émissions de gaz à effet de serre. Un QE donne le droit d'émettre une tonne de CO₂ à son détenteur. Instauré depuis 2005 en Europe, son offre dépend des quotas d'émissions fixés par les autorités publiques qui peuvent être distribués gratuitement ou via une mise aux enchères laquelle est hébergée par l'*European Energy Exchange* (EEX) en Allemagne. Ils peuvent, par la suite, être échangés via des contrats *futures*.

Le cours des quotas européens a commencé l'année sur la poursuite de sa dynamique décroissante enclenchée en 2023. Un plancher à 50 euros a même été touché en février 2024, soit une perte de la moitié de sa valeur en un an. Les principales raisons de cette chute ont été évoquées dans l'édition 2024 de la cartographie des marchés et

des risques³⁰. Suivant étroitement le cours du TTF décrit en section 2.4, le cours des quotas est remonté à 75 EUR/t en fin de deuxième trimestre. Depuis, il s'est stabilisé dans une fourchette de prix comprise entre 60 et 80 euros, mais affiche une volatilité plus élevée avec des variations de cours de 25 % d'un mois à l'autre. Cette augmentation de la volatilité est la résultante de :

- la mise en vente de quotas supplémentaires dans le cadre du plan REPowerEU. Ce plan vise à accompagner l'indépendance énergétique des pays de l'Union européenne en réduisant la consommation d'énergie de la zone, diversifiant les sources d'approvisionnement et accélérant la transition vers des énergies renouvelables. Il est prévu qu'une partie du financement de ce plan soit opéré par la vente de quotas carbone, pour un montant total de 20 milliards d'euros. La particularité de cette organisation est que ces recettes vont provenir de quotas émis en avance, via des émissions de *futures*. L'opération a eu lieu en septembre et s'est soldée par une offre excédentaire de quotas dégradant le prix, revenu à 62 EUR/t ;
- la fin de l'année a été marquée par un retour des positions nettes acheteuses des fonds sur les quotas pour la première fois depuis début 2023, ramenant les prix à hauteur de 75 euros la tonne pour terminer l'année.

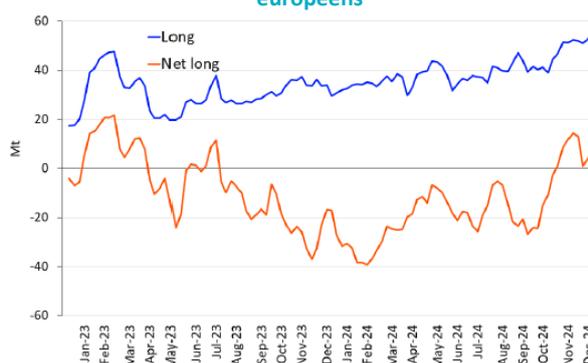
Sur le début de l'année 2025, les cours suivent ceux de l'énergie, le ralentissement prévu de la demande internationale créant des pressions à la baisse.

Graphique 52 : Cours du contrat *futures* sur les quotas d'émission de CO₂ européen (en euros par tonne)



Source : Refinitiv

Graphique 53 : Positions acheteuses et nette acheteuse des fonds d'investissement sur les quotas d'échange européens



Source : Refinitiv

³⁰ La cartographie des marchés et des risques 2024 expliquait la baisse des cours par une offre excédentaire portée par une moindre activité industrielle et une hausse de la génération d'énergie renouvelable, un hiver doux et de l'attentisme en amont des élections européennes 2024, très imprévisibles.

□ Préparation au lancement du nouveau marché des quotas européens

La réforme du marché du carbone en Europe décidée en 2023 dote l'Union européenne de nouveaux outils pour atteindre son objectif de neutralité carbone en 2050, notamment l'élargissement du nombre d'industries soumises à l'obligation de compenser ses émissions par des quotas. Ainsi, à partir de 2027, les secteurs du transport et de la construction participeront à un nouveau système de quotas d'échange qui leur sera propre. Deux marchés co-existeront donc :

- le système d'échange de quotas historique, évoqué plus haut, où les entités ont le nouvel objectif intermédiaire de réduire leurs émissions à au moins 62 % en 2030 par rapport à 2005, contre 43 % auparavant ;
- le second système d'échange de quotas, limité à deux industries qui restent sur l'ancienne cible de réduction des émissions à 43 % en 2030 par rapport à 2005.

L'introduction du nouveau système va considérablement étendre le nombre d'entités soumises à la compensation des émissions et donc augmenter la demande de quotas. Les prix pourraient ainsi connaître des pressions à la hausse importantes. Une analyse Bloomberg³¹ estime que le prix des quotas du second marché pourrait croître à 149 euros en 2030 en réaction à des pressions côté demande.

Les fonctionnements des deux systèmes suivront les mêmes règles tandis que la taille des quotas sera identique à 1 tonne de carbone. En conséquence, les interactions seront importantes entre les deux marchés et les prix des deux quotas devraient converger.

Bien que les premiers quotas de ce second marché ne seront émis qu'en 2027, l'Intercontinental Exchange (ICE) a lancé, le 6 mai 2025, des contrats *futures* sur les nouveaux quotas carbone à échéance décembre 2028, 2029 et 2030. Ces contrats permettent aux entités des secteurs du transport et de la construction de commencer dès à présent à se couvrir contre le risque de variation des prix des quotas. Ce contrat présente l'avantage de transcrire les anticipations des acteurs de marché avant même que son sous-jacent ne soit émis. Au lancement de ces contrats, les échéances décembre 2028, 2029 et 2030 s'échangeaient respectivement à 74, 96 et 100 euros/tonne, confirmant les attentes de hausse des cours, bien que très inférieures aux attentes de Bloomberg, autour de 149 euros pour 2030. La différence avec les estimations initiales traduit les incertitudes quant à la capacité des industries des transports et de la construction à atteindre leurs objectifs d'ici à 2030.

2.5. INNOVATION ET FINANCE DIGITALE

2.5.1. Un environnement crypto dominé par le Bitcoin

□ Le Bitcoin : une succession de nouveaux records mais un cours qui reste très volatil

L'année 2024 s'est ouverte avec l'annonce de l'enregistrement par la SEC des ETP spot Bitcoin le 10 janvier, qui a permis au cours du Bitcoin de revenir à ses précédents niveaux records, avant la succession de scandales qui lui avaient fait perdre les deux tiers de sa valeur en 2022. L'élection de D. Trump et sa promesse de faire du pays « la capitale mondiale du Bitcoin et des crypto-actifs » a propulsé le cours au-delà des 100 000 dollars en un peu plus d'un mois (entre le 4 novembre et le 11 décembre), soit une croissance de près de 60 %.

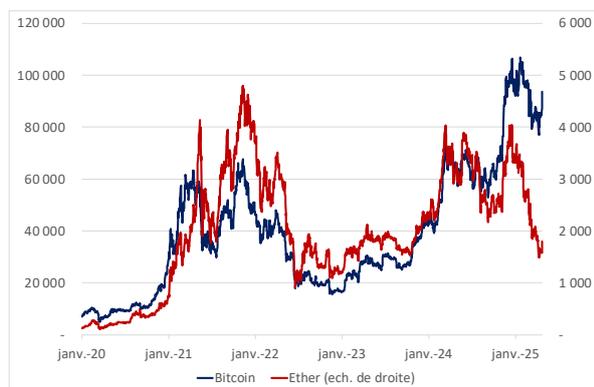
Cette élection a ainsi été accueillie très positivement par les investisseurs en crypto-actifs qui attendent la mise en œuvre d'un cadre législatif spécifique aux crypto-actifs aux États-Unis, qui n'en disposent pas, alors qu'en Europe le règlement MiCA³² est progressivement entré en application depuis le 30 juin 2024.

³¹ Bloomberg NEF, [Europe's New Emissions Trading System Expected to Have World's Highest Carbon Price in 2030 at €149](#), le 6 mars 2025.

³² Règlement européen sur les crypto-actifs (*Market in Crypto Asset*, MiCA), publié au Journal Officiel de l'UE en juin 2023 et mise en application progressive en 2024. Les éditions [2023 \(section 2.5.5, p.60\)](#) et [2024 \(section 2.5.6\)](#) de la Cartographie des marchés et des risques AMF ont présenté les principaux enjeux de la réglementation. Le règlement est appliqué depuis le 30 juin avec de premières dispositions ont concernées les jetons de monnaie électronique et les jetons se référant à un ou des actifs, deux jetons appartenant aux domaines des *stablecoins*. Depuis le 30 décembre 2024, le règlement encadre aussi les services sur crypto-actifs en créant le nouveau régime de « Prestataire de services sur crypto-actifs (PSCA) ». Ce nouveau régime remplace en France celui des « Prestataires de services sur actifs numériques (PSAN) ».

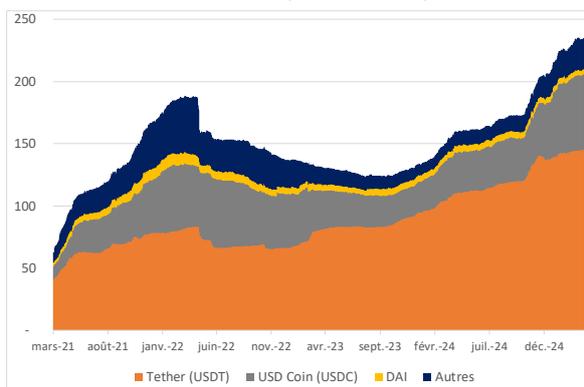
Le cours reste néanmoins très volatil et les annonces, jugées décevantes par les investisseurs entraînent des corrections très rapides et importantes. Ainsi, la déception concernant la mise en place d'une réserve de valeur stratégique en Bitcoins, qui n'impliquera finalement pas d'achat d'actifs mais le stockage de 200 000 Bitcoins saisis dans des affaires civiles et pénales, a engendré une correction significative du cours qui est passé à 80 000 dollars au premier trimestre 2025. A contrario, début mai 2025, le Bitcoin repart une nouvelle fois à la hausse, à 109 000 dollars, porté par une demande massive d'institutionnels et une hausse de la demande pour les ETP spot Bitcoin (voir chapitre 3), battant ses précédents records et matérialisant l'optimisme des investisseurs quant à un apaisement des relations commerciales internationales après la signature d'un accord entre les États-Unis et le Royaume-Uni, puis avec la Chine.

Graphique 54 : Cours des principaux crypto-actifs
(en dollars)



Source : CoinMarketCap

Graphique 55 : Capitalisation boursière des principaux stablecoins
(milliards USD)



Source : DeFiLlama

□ Le Bitcoin et l'Ether : deux marchés bien différents

L'Ether, crypto-actif de la *blockchain* Ethereum, a globalement suivi la dynamique du Bitcoin sur le premier semestre 2024, bénéficiant de l'enthousiasme généré par le lancement des ETP spot en Bitcoin et anticipant l'enregistrement des ETP spot Ethereum en mai 2024. Le prix de l'Ether a ainsi crû de 46 % sur les six premiers mois de l'année passant de 2 338 à 3 415 dollars. Cependant, l'intérêt des investisseurs, beaucoup plus faible pour les ETP Ethereum, comparativement à ceux sur Bitcoin, a constitué un message très négatif pour l'Ether. Le ratio du cours du Bitcoin par rapport à celui de l'Ether n'a fait qu'augmenter depuis l'été, passant de 20 au premier semestre 2024 à plus de 50 en mai 2025. La sous-performance de l'Ether s'explique aussi par les spécificités de sa *blockchain* qui diffère sensiblement de celle du Bitcoin :

- le Bitcoin bénéficie de son statut de crypto-actif pionnier pour attirer les investisseurs, voire même être considéré comme un actif de réserve pour certains. À ce propos, il convient de rappeler que le nombre de Bitcoin en circulation, à la différence de l'Ether, est plafonné (à 21 millions)³³ ;
- à l'inverse, la valorisation de l'Ether dépend de l'exploitation de sa *blockchain*, bien plus efficiente que celle du Bitcoin tant en termes de coûts que de performance, pour générer des contrats intelligents avec des applications potentiellement traduisibles dans d'autres secteurs de l'économie.

Mais là où le Bitcoin ne connaîtra jamais de concurrence sur son statut de pionnier, l'Ethereum fait face à la présence d'autres *blockchains* conçues également pour y encoder des *smart contracts* et générer des protocoles pouvant contribuer à une activité économique. Entre le 1^{er} juillet 2024 et la mi-avril 2025, le cours de l'Ether a perdu plus de la moitié de sa valeur, s'établissant à 1 293 dollars le 9 avril, son point le plus bas depuis 2022. Depuis, le cours de l'Ether est remonté autour de 2 200 dollars en mai.

³³ En effet, le protocole Bitcoin prévoit la création d'un nombre prédéterminé d'unités fixé à 21 millions. La courbe d'émission de Bitcoins est concave et rythmée par les *halving* (division par deux du nombre de Bitcoins créé par bloc, environ tous les 4 ans) dont le dernier a eu lieu le 20 avril 2024 (voir [Cartographie des marchés et des risques 2024](#), Encadré 8, p.57). En 2025, le nombre de Bitcoin en circulation est ainsi d'environ 20 millions..

2.5.2. Les *stablecoins* : fortement connectés à la devise d’ancrage

□ Le marché des *stablecoins* reste très concentré

La capitalisation boursière des principaux *stablecoins* a progressé à un rythme très soutenu en 2024, passant de 130 à 203 milliards de dollars sur l’année, avec un pic à 234 milliards mi-avril 2025. Une croissance de 80 % sur un peu plus de quinze mois, portée par une accélération à partir de la fin octobre, en lien avec l’élection présidentielle américaine. En effet, la perspective de l’élection d’un président favorable au développement des environnements *blockchain* a généré une hausse des achats de crypto-actifs laquelle s’accompagne le plus souvent d’une hausse de l’émission de *stablecoins*. En effet, ces derniers sont fréquemment utilisés comme intermédiaire entre les monnaies fiat et les crypto-actifs.

Le marché est très concentré, les trois principaux *stablecoins* comptent pour 90 % de la capitalisation totale. Le Tether USDT (ou USDT) reste toujours, et de loin, le *stablecoin* le plus important en termes de capitalisation, mais a perdu en parts de marché, passant de 70 % de la capitalisation totale en décembre 2024 à 60 % en avril 2025. Cette baisse s’est réalisée au profit de l’USD Coin (ou USDC), dont la part de marché est passée de 20 % à 26 % sur la même période. Ce basculement s’explique, d’une part, par une volonté de diversification des détenteurs des *stablecoins*, mais surtout par la non-conformité du Tether à la réglementation MiCA, et donc l’impossibilité d’être échangé sur une plateforme européenne. À l’inverse, Circle, émetteur de l’USD Coin, a obtenu sa licence d’établissement de monnaie électronique en juillet 2024.

□ Les *stablecoins* : des risques de contagion vers le secteur financier ?

Les *stablecoins*, au sens des *e-money token* définis dans le règlement MiCA³⁴, ont la particularité de défendre un cours paritaire et stable vis-à-vis d’une devise unique. Ils se distinguent ainsi des crypto-actifs classiques tels que le Bitcoin ou l’Ether dont le cours n’est pas adossé à des réserves mais dépend de l’exploitation de leur *blockchain*, de leur popularité et de l’intérêt des investisseurs. Ainsi, les *e-money tokens*, tels que le Tether et l’USD Coin par exemple, détiennent nécessairement des réserves d’actifs libellés en USD. Le rapport des réserves trimestriel de l’USDT³⁵ indique ainsi qu’au 31 mars 2025, les 149 milliards de jeton Tether émis étaient adossés à des détentions en dollars équivalentes dans ses réserves, se composant à 81 % de cash et équivalents (avec 66 % de bons du Trésor américains).

Cette construction crée ainsi une relation entre les *stablecoins* et les réserves essentiellement composées de dollars et de bons du Trésor américain, avec des risques de contagion au reste du secteur financier en cas de choc négatif ou de perte de parité. Si la taille du marché des *stablecoins* reste encore limitée à ce stade, comparativement à celui des actifs détenus en réserve, il croît rapidement et va être amené à croître encore plus sous l’impulsion américaine. Le GENIUS Act, texte en préparation qui a été présenté au Sénat américain et à la Chambre des Représentants le 19 mai 2025, définit un cadre réglementaire pour les *stablecoins*³⁶. Il a largement été soutenu par l’industrie car il permet d’offrir une reconnaissance réglementaire aux *stablecoins* et ouvre potentiellement la voie à une adoption plus large par les institutions financières.

2.5.3. Plateformes d’échanges de crypto-actifs : une concurrence croissante des protocoles d’échanges décentralisés

La part de marché des transactions réalisées sur des protocoles d’échanges décentralisés (DEX), propres à la finance décentralisée (DeFi) tend à augmenter avec parfois des pics conséquents comme on a pu l’observer en décembre 2024 et janvier 2025 où elle a atteint jusqu’à 20% contre 12% en moyenne habituellement. Ces protocoles mettent en relation acheteurs et vendeurs directement sur la *blockchain* (*on chain*) grâce à des *smart contracts*³⁷, dont la

³⁴ Le règlement MiCA distingue aussi les *asset-referenced tokens* qui défendent, eux-aussi, une valeur paritaire mais face à un panier de devises ou à tout autre actif qu’une devise, tels qu’une (des) matière(s) première(s) ou un (des) crypto-actif(s) notamment. Enfin, les autres crypto-actifs ne détiennent aucun actif en réserve.

³⁵ La composition complète des réserves de l’émetteur du jeton Tether peut être trouvée dans le [rapport du 31 mars 2025](#).

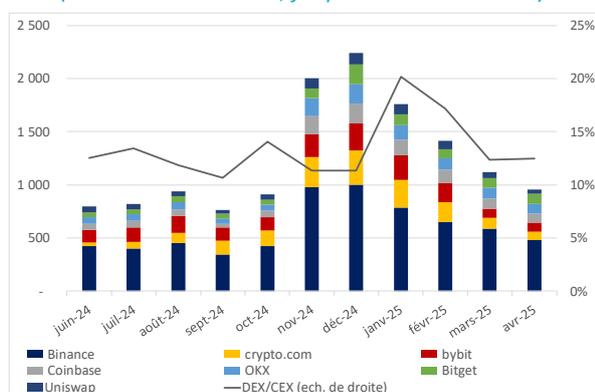
³⁶ Le GENIUS Act prévoit d’encadrer l’émission des *stablecoins* adossés à une devise ou une matière première en établissant la liste des actifs acceptables dans les réserves des émetteurs, d’imposer des mesures de transparences et de certification concernant le niveau et la composition des réserves détenues.

³⁷ 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

structure est proche de celles des échanges traditionnels en utilisant un modèle de carnet d'ordres opérant sans blockchains (*off chain* »), on parle alors de plateformes d'échanges centralisés (Centralised Exchange, CEX³⁸), comme Binance. Les lieux d'échange de crypto-actifs sont très concentrés. Sur les sept plus grandes plateformes d'échanges de crypto-actifs, Binance totalise la moitié du volume entre juin 2024 et avril 2025 avec une part de marché de Binance relativement stable sur la période.

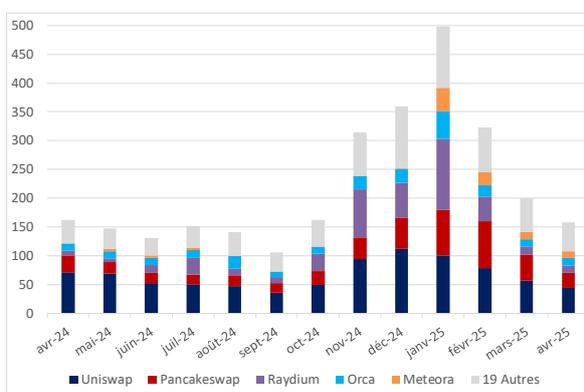
Les volumes de la DeFi sont également très concentrés. Uniswap en est, depuis son apparition, le principal représentant avec une part de marché fluctuant entre 35% et 45%. Le paysage des protocoles d'échanges décentralisés évolue également rapidement : Meteora, qui a émergé en janvier 2025 capte désormais 8 %. L'activité sur ces DEX est aussi très volatile. Raydium est ainsi très dépendante des jetons émis par *pump.fun*, et la décision de la société d'émettre sur un autre échange que Raydium a entraîné une division par 9 de son volume entre janvier et mars 2025. De son côté, Meteora est très dépendante des échanges sur le *Trumpcoin*, un *meme coin* lancé en janvier 2025 par le Président Américain.

Graphique 56 : Volumes échangés sur les 7 plus grandes plateformes d'échange de crypto-actifs
(en milliards de dollars, fréquence hebdomadaire)



Source : Coingecko.com, DeFiLlama

Graphique 57 : Volumes échangés sur les principaux DEX
(en milliards de dollars, fréquence mensuelle)



Source : DeFiLlama

❑ Les règles de la DeFi, de plus en plus mises à l'épreuve

Les DEX sont aussi des cibles vulnérables, notamment via l'exploitation de la MEV, *maximum extractable value*. La décentralisation des échanges implique qu'il n'existe pas de priorité temporelle, c'est-à-dire une exécution des ordres selon leur ordre d'arrivée, comme cela est le cas dans les systèmes de carnet d'ordre. La MEV tient ainsi son appellation de la valeur qui peut être extraite par un agent de la blockchain en ajoutant, excluant ou changeant l'ordre d'exécution des ordres dans le processus de production d'un block dans un DEX. Toute incursion dans ce processus peut générer des gains pour des intervenants mal intentionnés. La MEV peut notamment mener à :

- des opérations dites de *front running*, dans lesquelles, des agents identifient une transaction particulière pour positionner les leurs en amont et influencer sur le prix au détriment de la transaction initiale dont le prix peut augmenter par exemple. Les *front-runners* peuvent aussi insérer autant de transactions que possible pour assécher le DEX et contraindre à annuler la transaction initiale ;
- des opérations d'attaques dites « sandwich », où les agents manipulent les cours en positionnant des transactions avant et après la transaction initiale identifiée.

Dans ces deux cas, l'exploitation de la MEV ne constitue pas un piratage à proprement parler des DEX, mais plutôt une manipulation de cours ciblant sciemment l'agent qui intervient initialement sur un DEX.

proposés à l'échange sous forme de *swap* selon la rareté relative des crypto-actifs dans la réserve (les cours des crypto-actifs s'apparentent ainsi à des taux de change). Les DEX/AMM ont été présentés dans la [Cartographie des marchés et risques 2023](#) et dans le [papier de discussion de l'AMF sur le finance décentralisée](#) (juin 2023).

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

³⁸ 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*).

Il conviendra de noter que ces opérations sont rendues possibles par simple exploitation de la *blockchain*, en adossant des commissions d'exécution supérieures sur ces ordres afin de les faire exécuter en priorité. Qui plus est, la MEV, lorsqu'elle ne cherche pas à manipuler les cours, peut aussi présenter certains avantages en incitant les agents à réaliser des arbitrages entre les DEX ou entre DEX et CEX, ce qui favorise, comme dans la finance traditionnelle, l'intégration des marchés et la diffusion de l'informations entre les différentes places.

Encadré 3 : L'importance croissante des *meme coins*

Les *meme coins* sont des crypto-actifs dont la valeur ne repose sur aucun facteur fondamental autre que leur popularité sur les réseaux sociaux³⁹. L'intérêt pour ces jetons est croissant et séduit un public international. Les *meme coins* sont, pour l'essentiel, d'origine américaine, mais concernent des investisseurs internationaux. Ainsi, selon le fournisseur de données Kaiko, trois *meme coins* faisaient partis des dix cryptoactifs les plus échangés contre des euros en 2024 : Dogecoin (6^e), PEPE (9^e) et Shiba (10^e). En 2023, seul le Dogecoin faisait partie de ce classement, à la dixième place.

□ Les *meme coins* : matérialisation de l'influence des réseaux sociaux comme facteur fondamental de la valeur d'un actif financier

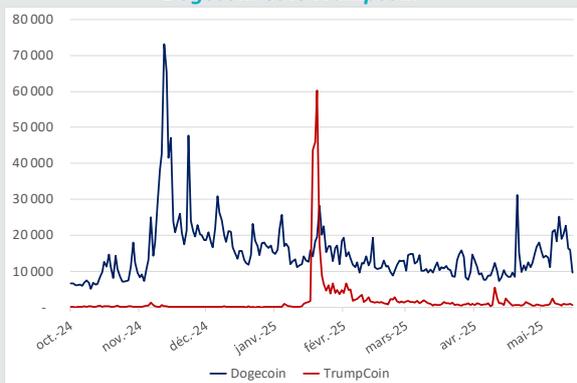
La baisse de l'importance relative du Bitcoin et de l'Ether au cœur de la dynamique d'évolution des cours des crypto-actifs, évoquée dans la section 2.5.4, s'explique aussi par la croissance de l'intérêt pour d'autres crypto-actifs. Le phénomène des titres survalorisés en raison de leur popularité sur les réseaux sociaux a gagné en visibilité depuis le cas du *meme stock*⁴⁰ Gamestop en janvier 2021, dont le cours a crû de 5 à 483 dollars en 6 mois. Le cours a été dopé par l'activité des membres du forum Reddit *wallstreetbets*, se décorrélant totalement de ses fondamentaux. D'autres actions ont depuis connu des dynamiques similaires, mais la tendance est encore plus marquée sur les crypto-actifs à travers les *meme coins*. À titre d'exemple, des protocoles massivement inscrits sur la blockchain Solana, tel que pump.fun, propose à n'importe quel individu de lancer son propre crypto-actif et de le proposer à l'échange. Dans les faits, il existe un grand nombre de crypto-actifs dont la valeur ne dépend d'aucun fondamental, voire qui n'existent que pour suivre une « mode » ou constituer une « blague ». C'est le cas du *meme coin* le plus important en termes de capitalisation, le *Dogecoin*. Émis comme étant une réplique parodique du Bitcoin avec pour emblème un chien, le crypto-actif ne poursuit aucun autre objectif.

Graphique 58 : Cours des *meme coins* Dogecoin et Trumpcoin en dollars



Source : Refinitiv, Coingecko

Graphique 59 : Nombre de posts X mentionnant le Dogecoin et le Trumpcoin



Source : Meltwater

□ Une volatilité générée par les réseaux sociaux

La capitalisation boursière du *Dogecoin* a pu dépasser les 60 milliards de dollars par deux fois, en 2021 et récemment début 2025. Pourtant, entre ces années, sa capitalisation est descendue jusqu'à 10 milliards en 2023. Ce trait constitue d'ailleurs une des principales caractéristiques de cette classe de crypto-actifs : leur cours est très volatil. Les travaux de Mendeley et al. (2023)⁴¹ ont pu mettre en évidence que les *meme coins* étaient des vecteurs de transmission des chocs de prix extrêmes.

³⁹ Le concept de *meme coin* trouve son origine dans les *memes* internet qui sont des documents (photo, vidéo, son ou gif) largement repris et déclinés en masse sur internet.

⁴⁰ Un *meme stock* ou une action « mème » est une action qui gagne en popularité auprès des investisseurs individuels par le biais des médias sociaux.

⁴¹ Yousaf, I., Pham, L., & Goodell, J. W. (2023). The connectedness between meme tokens, meme stocks, and other asset classes: Evidence from a quantile connectedness approach. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 82, 101694.

Une forte hausse des prix des *meme coins* alimentent ainsi des bulles ou des *short squeezes* sur d'autres marchés. À l'inverse, en cas de chocs de prix à la baisse de grande ampleur sur des actifs jugés peu risqués (or et obligations souveraines américaines), les *meme coins* absorbent la baisse de prise de risque des investisseurs. Au-delà de ne reposer sur aucun fondamental économique ou financier, leur valorisation peut ne dépendre que de l'activité d'un unique influenceur par exemple. Le *Dogecoin* est ainsi étroitement lié à Elon Musk. Ante (2023)⁴² a, en effet, pu mettre en évidence l'existence d'un « effet Musk » sur le *Dogecoin*, c'est-à-dire qu'un message posté sur le réseau social X par ce dernier, entraîne une hausse du volume traité sur le crypto-actifs. La relation entre le *Dogecoin* et Elon Musk est même beaucoup plus étroite, en se faisant appeler le « *Dogefather* », il contribue à ce que le crypto-actif devienne le catalyseur de toute opinion négative le concernant.

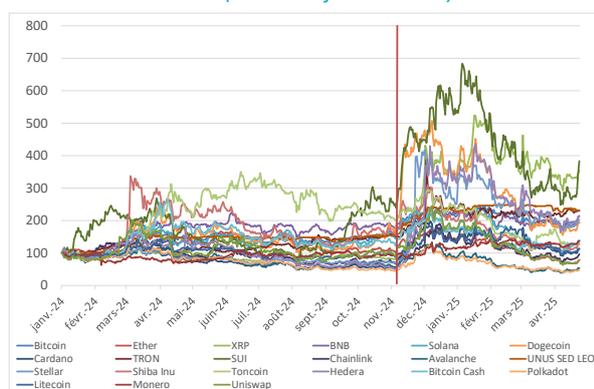
Le schéma d'incarnation du crypto-actifs par une personnalité se retrouve dans le TrumpCoin, lancé le 18 janvier 2025 (deux jours avant son investiture) par une société détenue par D. Trump. Le cours est passé de 3,26 dollars à sa sortie à plus de 70 dollars le lendemain avant de décroître pour s'établir autour de 11 euros depuis le mois de mars.

Dans les deux cas, la hausse de leur popularité sur les réseaux sociaux influe directement sur la valorisation des *meme coins*. Le graphique 35 présente le nombre de messages publiés par les comptes X de plus de 100 000 followers, considérés comme des influenceurs, évoquant le nom du *Dogecoin* et du *TrumpCoin*. La comparaison des Graphique 58 et Graphique 59, montre que le pic de mention du *Dogecoin* au moment de l'élection américaine en novembre s'est matérialisé par une multiplication par deux du cours. D'ailleurs, le nombre de messages reste à un niveau élevé jusqu'en février 2025, maintenant le cours du *meme coin*. Concernant le *TrumpCoin*, l'historique est plus limité dans la mesure où le jeton est récent, mais le graphique 35 montre bien l'intérêt généré par le *meme coin* sur le réseau social.

2.5.4. L'élection américaine, un choc positif généralisé à l'ensemble des crypto-actifs

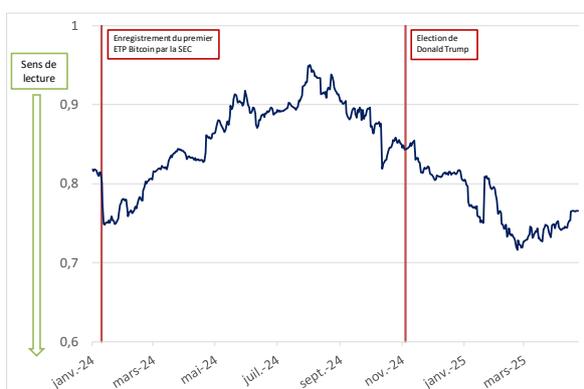
Les crypto-actifs ont, historiquement, eu tendance à évoluer de concert quelles que soit leurs applications, que celles-ci appartiennent à la finance centralisée (CeFi) ou décentralisée (DeFi). Cela signifie que les crypto-actifs réagissent à des chocs communs à l'environnement *blockchain* et que les chocs spécifiques se diffusent rapidement. Pour autant, cette corrélation n'est pas linéaire et il est fréquent que les crypto-actifs suivent des tendances qui leur sont propres. Cependant, un choc majeur transparait en 2024 : celui de l'élection de Donald Trump, le 4 novembre. Le graphique 60 rend compte de la performance sur l'année 2024 des 21 crypto-actifs à la valorisation la plus importante au 23 avril 2025. Avant l'élection, la performance moyenne de ce panel était de 19 % sur 2024, mais 10 de ces crypto-actifs présentaient une performance négative. De l'élection à avril 2025, la performance moyenne a augmenté de 59 %, avec seulement 6 crypto-actifs à la performance négative sur la période. Cette croissance a été la plus forte entre l'élection et l'investiture puisque tous les crypto-actifs ont montré une performance positive dans ces deux mois et demi, pour une performance moyenne de 142 %.

Graphique 60 : Cours des 21 principaux crypto-actifs en dollars (base 100 janvier 2023)



Source : Bloomberg, calculs AMF

Graphique 61 : Analyse du co-mouvement entre crypto-actifs⁴³



Source : Bloomberg, calculs AMF

⁴² Ante, L. (2023). How Elon Musk's twitter activity moves cryptocurrency markets. *Technological Forecasting and Social Change*, 186, 122112.

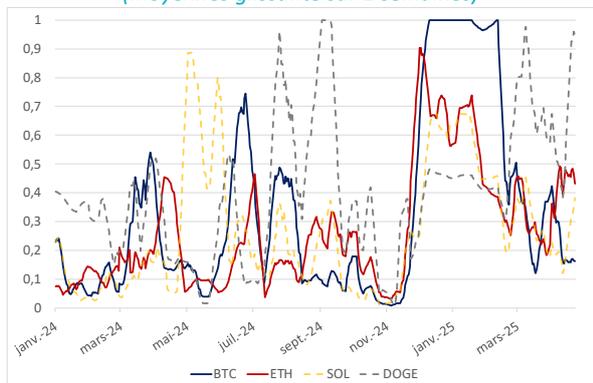
⁴³ On trouve, à l'axe des ordonnées, la valeur de la distance minimale de l'arbre couvrant de poids minimal, c'est-à-dire la traduction en distance euclidienne de la somme des corrélations les plus fortes des crypto-actifs du panel. Cette valeur est relative et ne peut être interprétée en tant que telle, néanmoins, elle pose un cadre d'analyse pour identifier l'évolution du co-mouvement des crypto-actifs.

Le Graphique 61 présente l'indice de co-mouvement du cours des crypto-actifs⁴⁴, à savoir la distance théorique qui sépare les prix de 21 crypto-actifs les uns par rapport aux autres, et confirme cette tendance. Plus la distance est faible et plus les cours des crypto-actifs évoluent avec une forte corrélation et inversement.

La dynamique du co-mouvement des crypto-actifs en 2024 fait apparaître deux phases. Passé le choc positif de l'enregistrement des ETP Bitcoin spot en janvier 2024, les corrélations se sont considérablement dégradées sur le premier semestre 2024. L'été 2024, en revanche, a marqué une hausse progressive et quasi-continue du co-mouvement des crypto-actifs jusque début 2025. La particularité de l'indice de co-mouvement depuis l'été est, qu'en dépit d'un changement de dynamique qui a vu les prix globalement baisser entre l'été et novembre et fortement augmenter depuis, l'indice a poursuivi sa tendance baissière. Le changement de dynamique a donc été commun, l'ensemble des crypto-actifs réagissant aux mêmes chocs.

Le Graphique 62 présente des indicateurs de centralité, c'est-à-dire des mesures approchant l'influence d'une sélection de crypto-actifs⁴⁵ sur les rendements des 20 autres crypto-actifs faisant partie du panel présenté dans les graphiques 30 et 31. Plus l'indicateur de centralité⁴⁶ est élevé, plus le rendement du crypto-actif concerné est fortement corrélé aux autres, favorisant la transmission des chocs. La centralité des deux principaux crypto-actifs de référence, le Bitcoin et l'Ether, a été relativement limitée jusqu'en novembre. Cette influence laissée vacante a été partiellement occupée par le crypto-actif de la blockchain Solana et le Dogecoin. La hausse de la mesure de centralité pour ces derniers peut trouver une partie de son explication dans la hausse des échanges sur les DEX, où la blockchain Solana est fortement sollicitée, et plus particulièrement sur les DEX proposant l'échange *meme coins* (voir Encadré 3).

Graphique 62 : Indicateurs de centralité des crypto-actifs
(moyennes glissante sur 2 semaines)



Source : Bloomberg, calculs AMF

Graphique 63 : Indicateurs de centralité avec la finance traditionnelle



Source : Bloomberg, calculs AMF

2.5.5. Des corrélations qui augmentent avec la finance traditionnelle

Les explications à cette hausse du co-mouvement sur les derniers mois (Graphique 61) semblent tenir relativement peu à des chocs propres à l'environnement blockchain. À l'inverse, elles semblent de plus en plus répondre à des externalités macro-financières et politiques, plus précisément en provenance des États-Unis.

⁴⁴ L'indice repose sur la « *eigenvector centrality* » par laquelle la centralité d'un acteur est proportionnelle à la somme des centralités des acteurs auxquels il est connecté. Il mesure ainsi l'influence relative de chaque crypto-actif dans le réseau composé des crypto-actifs du panel. Les distances séparant les crypto-actifs étant dérivés des corrélations entre chaque paire de crypto-actifs, ainsi plus la mesure sera élevée et plus le crypto-actif possèdera un grand degré d'intermédiation et plus son influence sur le transfert d'information dans le réseau est supposée élevée. Les crypto-actifs présentant les plus hauts scores de centralité sont plus à même de diffuser les risques. La méthodologie est présentée dans la [Cartographie des marchés et risques 2022](#).

⁴⁵ Les 21 plus grands cryptoactifs en termes de capitalisation hors *stablecoin* au 23 avril 2025, à savoir : Bitcoin, Ether, XRP, BNB, Solana, Dogecoin, Cardano, TRON, SUI, Chainlink, Avalanche, UNUS SED LEO, Stellar, Shiba Inu, Toncoin, Hedera, Bitcoin Cash, Polkadot, Litecoin, Monero, Uniswap.

⁴⁶ L'indicateur retenu est la « *eigenvector centrality* » (voir note 32), les influences sont bornées entre 0 et 1.

Le Graphique 63 reprend la méthodologie décrite dans le point précédent pour le Graphique 62, mais en ajoutant, un à un, des indicateurs propres à l'économie américaine (le S&P 500 et le taux du bon du Trésor américain à 10 ans). Ce procédé permet d'obtenir des mesures de centralité estimant l'influence du S&P 500 et du taux à 10 ans américain dans la transmission et les réceptions des chocs propres à l'environnement des crypto-actifs. Il apparaît que la centralité de ces deux indicateurs est globalement en hausse et à un niveau relativement élevé (Graphique 63).

□ Des interactions fortes avec l'évolution de l'environnement macro-financier ...

Le principal canal en œuvre pour lier la finance traditionnelle et les crypto-actifs semble avoir été la tolérance au risque. Dès l'été, les indicateurs de centralité du S&P 500 et du taux du bons du Trésor américain à 10 ans augmentent, ce qui coïncide avec des corrections boursières prononcées aux États-Unis, mais aussi dans le monde.

Les investisseurs ont ainsi réduit leur exposition aux crypto-actifs :

- aux États-Unis, la Fed a publié début août 2024 des projections pour l'emploi en deçà des attentes laissant apparaître des craintes de récession et conduisant la Fed à ne pas baisser ses taux d'intérêts, contrairement aux anticipations du marché. En conséquence, les indices actions américains (S&P 500 et Nasdaq 100) ont affiché des baisses de plus de 3 % le 5 août.
 - Les crypto-actifs ont suivi exactement la même tendance, les investisseurs se retirant de ces marchés pour aller vers des placements plus sûrs.
- au Japon, la Banque centrale a décidé une hausse des taux le 31 juillet, avec un effet très négatif sur le Nikkei qui a perdu près de 6 % le 1^{er} août.

Cet événement a aussi pu jouer sur la baisse des cours des crypto-actifs début août.

□ et avec la politique américaine ...

La hausse du co-mouvement entre les crypto-actifs à partir de l'été 2024 est fortement influencée par l'évolution politique aux États-Unis. L'élection de Donald Trump a créé un choc commun à l'ensemble des crypto-actifs maintenant la baisse de l'indicateur présenté dans le Graphique 60 et donc la tendance à la hausse du co-mouvement qui a conduit à la hausse de l'ensemble des cours des crypto-actifs. Certes, les indices de centralité avec la finance traditionnelle restent à un niveau élevé, mais ce qui transparaît le plus à la comparaison des Graphique 62 et Graphique 63, c'est la forte croissance de la centralité du Bitcoin. Du fait de sa visibilité, de son statut et de sa mise en avant dans le discours du nouveau président américain, la hausse de son cours a entraîné avec lui les autres crypto-actifs, expliquant la montée de son indicateur au niveau maximum de 1 entre novembre 2024 et février 2025.

Sur le début de l'année 2025, les corrélations se maintiennent, la montée des tensions commerciales et la baisse des indices boursiers mondiaux ont réduit l'attractivité des investisseurs pour les actifs risqués, dont les crypto-actifs.

2.6. RISQUES OPÉRATIONNELS ET CYBERS

4.1.1. Innovation technologique : bénéfiques et menaces liés au développement du calcul quantique

Dans l'édition 2024 de la Cartographie des marchés et des risques, un développement spécifique avait été consacré à l'intelligence artificielle (IA). Cette nouvelle édition se penche sur un autre domaine d'innovation en pleine expansion et à fort potentiel pour le secteur financier : le calcul quantique (CQ). Ce dernier ouvre des perspectives d'innovation majeures grâce à ses capacités exceptionnelles en matière de résolution de problèmes d'optimisation. Toutefois, cette puissance de calcul soulève également des enjeux importants, notamment en matière de sécurité.

□ Un nouveau moteur de progrès technique

Le calcul quantique présente un potentiel important pour l'industrie financière. S'il est encore dans une phase exploratoire, ses progrès sont très rapides. Alors qu'un ordinateur classique intègre et produit de l'information de manière binaire, encodé en 0 ou 1 (*binary digits* en anglais, d'où l'abréviation bits), un ordinateur quantique fonctionne sur le principe de la superposition en considérant simultanément à la fois le 0 et 1 tout en y associant

une probabilité comprise entre 0 et 1. La technologie étend donc le potentiel des possibilités en prévoyant une infinité de points potentiels entre 0 et 1 (on parle alors de *quantum digits* ou qubits).

En octobre 2024, la Banque des règlements internationaux a publié une revue des conséquences du calcul quantique pour le système financier international⁴⁷, faisant état des apports suivants :

- une forte baisse du temps nécessaire pour évaluer les niveaux de risques contenus dans les portefeuilles, notamment par les méthodes de Value at Risk (VaR), permettant ainsi une meilleure adaptation à tout changement de l'environnement de risque et, *in fine*, une meilleure allocation de portefeuille. Ces gains s'ajoutent à ceux d'une valorisation plus rapide et efficace des produits dérivés détenus en portefeuille, notamment des interactions entre les options et le prix du sous-jacent (delta), la volatilité (gamma), l'environnement de taux (rho), le temps à maturité (thêta) ;
- une réduction du temps nécessaire pour assurer les opérations de règlement de montant important et une amélioration de la liquidité sur les marchés concernés. Ces apports ont été démontrés par les travaux de McMahon et al. (2022)⁴⁸ sur le système Lynx, équivalent de TARGET2⁴⁹ en Europe ;
- de meilleures capacités de calculs des modèles macroéconomiques, décisifs dans les prédictions financières ;
- enfin, de nouvelles capacités au service de l'IA, pour approfondir son développement (voir Cartographie 2024 pour une présentation de l'utilisation de l'IA dans l'industrie financière).

Dans un rapport de 2023, Deloitte anticipait une forte hausse des investissements de l'industrie des services financiers dans le calcul quantique, dont les dépenses étaient estimées à 80 millions de dollars en 2022, mais les prévisions de dépenses à plus 18 milliards en 2032⁵⁰.

□ Des risques pour la sécurité des actifs mobilisant des clés cryptographiques

Les estimations de Deloitte identifient que, en 2022, 73 des 80 millions de dollars dépensés dans le calcul quantique étaient orientés à des fins de défense. En effet, la cryptographie est le fait d'appliquer un algorithme pour sécuriser un échange. L'opération consiste à créer des clés sécurisées permettant à leurs seuls détenteurs de valider ou lire des messages qui leur sont destinés, notamment messages textes ou encore des virements (en mobilisant des clés RIB). Le calcul quantique peut augmenter le niveau de complexité des clés cryptographiques, mais cela signifie également qu'il peut les déchiffrer, posant une menace pour les systèmes de paiements et de messageries entre agents financiers.

Un autre environnement fortement menacé par les capacités cryptographiques du calcul quantique est celui de la *blockchain*. L'échange de crypto-actifs passe par la conjugaison de clé publiques, lisibles par tous, et privées, que leurs détenteurs doivent présenter pour réaliser des opérations. Leur sécurité est donc centrale pour assurer le bon fonctionnement de la *blockchain*. Pourtant, toutes les clés privées ne sont pas au même niveau de sécurité, y compris au sein de la même *blockchain*. Les clés qui font explicitement référence aux clés publiques sont plus faciles à décrypter et sont des cibles privilégiées de cyberattaques. C'est notamment le cas des premiers Bitcoins émis et non échangés depuis, mais aussi de nombreuses adresses stockant des Ethers par exemple. Deux études publiées par Deloitte⁵¹ estiment que 25 % du nombre total de Bitcoins en circulation et 65 % des Ethers seraient exposés à un risque de piratage par calcul quantique.

⁴⁷ Auer, R. A., Dupont, A., Gambacorta, L., Park, J. S., Takahashi, K., & Valko, A. (2024). [Quantum computing and the financial system: opportunities and risks](#). BIS, Bank for International Settlements.

⁴⁸ McMahon, C., McGillivray, D., Desai, A., Rivadeneyra, F., Lam, J. P., Lo, T., ... & Skavysh, V. (2024). [Improving the efficiency of payments systems using quantum computing](#). *Management Science*, 70(10), 7325-7341.

⁴⁹ TARGET 2 est un système de paiement assuré par l'Eurosystème. Il s'agit de la principale plateforme européenne de traitement des paiements de montant élevé, utilisée par les banques centrales et les banques commerciales pour exécuter les paiements en euros en temps réel.

⁵⁰ Deloitte, 23/07/2023, [Industry spending on quantum computing will rise dramatically. will it pay off?](#)

⁵¹ Deloitte, [Quantum computers and the Bitcoin blockchain](#); et [Quantum risk to the Ethereum blockchain – a bump in the road or a brick wall?](#)

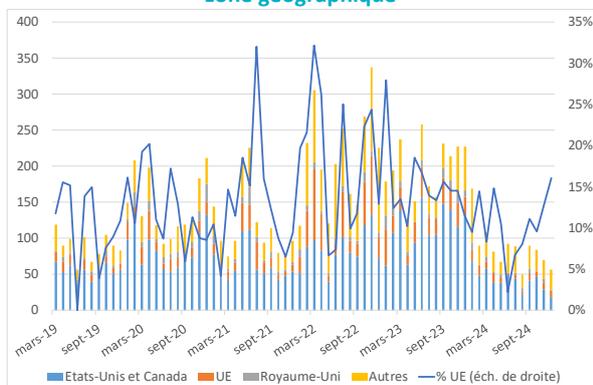
2.6.1. Les menaces de cyberattaques sont plus nombreuses

□ Les menaces sur l'industrie financière sont peu visibles et difficiles à suivre

L'une des grandes difficultés dans la préparation aux risques opérationnels et cyber est leur imprévisibilité et l'opacité des incidents dont sont victimes les entités. L'essentiel des informations sur les cyberattaques est dérivé des communications publiques des victimes et/ou des organisations revendiquant les attaques. En conséquence, les données publiées par le *Center for international and security studies at Maryland* (CISSM), qui fait office de référence internationale pour le recensement des cyberattaques dans le monde, ne peuvent pas être considérées comme exhaustives. Le CISSM rapporte une division de plus de deux du nombre de cyberattaques en 2024 par rapport à 2023, la baisse est d'ailleurs généralisée dans toutes les zones géographiques et laisse penser que les déclarations ont été moins nombreuses.

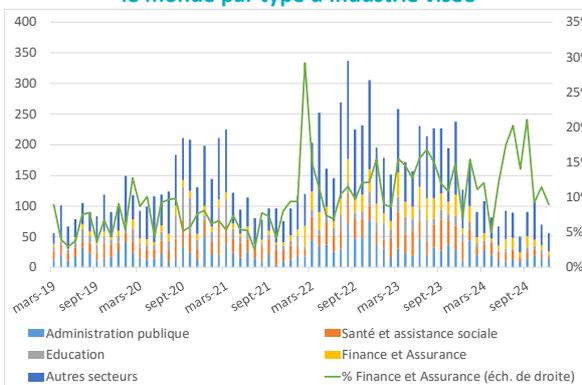
En effet, dans son questionnaire annuel sur les risques cybers⁵², interrogeant 409 entités réparties dans 57 pays, le *World Economic Forum*, a rapporté que 72 % des répondants ont perçu une hausse des risques cybers en 2024 par rapport à 2023. Les attaques de type « rançongiciel », soit des piratages informatiques contre demande de rançon, sont le premier risque rapporté et 47 % des répondants déclarent être inquiets des progrès de l'Intelligence Artificielle (IA) utilisée à des fins malveillantes. L'industrie financière reste une des principales cibles des cyberattaques, le CISSM y rapporte 10 à 20 % des cyberattaques chaque mois en 2024, une proportion qui reste élevée. L'Agence européenne pour la cybersécurité (ENISA), a publié une analyse sur les menaces propres au secteur financier européen⁵³, à partir de données en libre accès et des informations qui sont directement rapportées à l'agence. L'ENISA rapporte ainsi 488 cyberattaques entre janvier 2023 et juin 2024, ciblant en priorité les banques, à 46 %. L'ENISA constate que les attaques par déni de service (DDoS), c'est-à-dire le blocage d'un serveur de fichiers, ont beaucoup augmenté. Elles sont souvent dirigées par des « hacktivistes » ciblant des entités financières et lient leurs attaques aux conflits russo-ukrainien et au Moyen-Orient, rappelant ainsi les interactions entre risques géopolitiques et risques cybers.

Graphique 64 : Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique



Source : CISSM⁵⁴, Université du Maryland

Graphique 65 : Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par type d'industrie visée



□ Les plateformes d'échange de crypto-actifs : autres cibles de cyberattaques

Les risques cyber ne se limitent pas aux infrastructures de la finance traditionnelle et certains segments de marché, même de taille modeste et/ou aux externalités limitées, peuvent subir des attaques d'ampleur significative. C'est notamment le cas des plateformes d'échange de crypto-actifs. Sur ces marchés, les échanges impliquent la mise en place de dispositifs de sécurité parmi les plus avancés, sans pour autant que ceux-ci ne soient inviolables. Le hack de Bybit, le 21 février 2025, illustre la limite de la résilience des infrastructures de stockage d'actifs numériques et les risques provenant des interconnexions entre les plateformes d'échanges. En effet, lors de cette

⁵² World Economic Forum, [Global Security Outlook 2025](#).

⁵³ [ENISA Threat landscape: finance sector](#), 2024.

⁵⁴ Harry, C., & Gallagher, N. (2018). Classifying cyber events. *Journal of Information Warfare*, 17(3), 17-31.

attaque, 1,5 milliard de dollars de crypto-actifs ont été détournés depuis un *cold wallet*, un dispositif hautement sécurisé. En effet, un *cold wallet* a la particularité de stocker des actifs hors ligne, ce qui les met, en principe, à l'abri des piratages. Dans ce cas, le piratage a donc consisté à viser ces unités sécurisées en les forçant à accepter un transfert de routine de 401 000 Ethers vers des réserves connectées (*hot wallet*) créant ainsi une brèche⁵⁵. Les DEX ont, dans cette attaque, été largement sollicités pour blanchir les crypto-actifs volés⁵⁶.

Au-delà de ces plateformes, il est important de souligner que, bien que l'ensemble des acteurs de l'industrie financière soit exposé aux cyberattaques, leur niveau de préparation demeure aujourd'hui très hétérogène⁵⁷.

2.6.2. Des réseaux d'initiés des plus en plus organisés

Les entraves au bon fonctionnement des marchés émanent aussi d'infractions et autres activités malveillantes d'intervenants de marché. Parmi ce type d'infractions, le manquement d'initié, recouvre le fait pour une personne d'utiliser une information privilégiée relative, par exemple, à des opérations (OPA) ou des annonces financières, afin de réaliser des opérations sur les titres concernés avant que les informations ne deviennent publiques, ou de divulguer ces informations illicitement. Les sanctions pour ce type de manquement peuvent aller jusqu'à 100 millions d'euros ou 10 fois les gains réalisés et il peut s'agir de sanctions pénales quand l'infraction est poursuivie par les autorités financières.

Depuis quelques années, cette infraction s'organise de plus en plus en réseaux internationaux, c'est-à-dire en groupes d'individus obtenant illégalement (en ayant recours à de la corruption ou des cyberattaques) et de manière répétée des informations privilégiées. Les individus impliqués dans ces réseaux d'initiés disposent de moyens importants et sophistiqués pour recruter des sources d'informations, pirater informatiquement, transmettre des informations privilégiées en minimisant les traces, disperser et blanchir des fonds, les rendant difficiles à poursuivre.

À l'instar de ses homologues étrangers, l'AMF constate, depuis cinq ans, une augmentation du nombre d'opérations concernées et de protagonistes, d'autant que les enquêtes établissent des liens entre certains réseaux d'initiés et d'autres organisations criminelles, en faisant des canaux de blanchiment d'argent. Engagés dans la lutte contre ces organisations, les enquêteurs de l'AMF mobilisent tous leurs pouvoirs dans ces dossiers d'abus de marché particulièrement graves, notamment en faisant des visites domiciliaires ou en accédant aux des données de connexion. L'AMF collabore, à l'échelle nationale et internationale, avec différentes autorités administratives et pénales, telles que le Parquet National Financier (PNF). L'AMF a adressé plusieurs signalements aux autorités judiciaires et apporte son expertise dans la conduite des enquêtes. L'AMF est également un utilisateur actif de l'accord multilatéral mis en place au sein de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV ou IOSCO en anglais) pour faciliter l'échange rapide d'informations entre régulateurs.

2.6.3. Des incidents opérationnels significatifs

Bien qu'aucun incident d'ordre systémique n'ait été reporté à ce jour, la dépendance technologique des participants de marché porte un potentiel de transmission des risques important en cas d'incident. Le 27 février 2025, un incident technique sur le système de communication de T2S, Target2 Security, s'est propagé à différents segments de l'industrie financière. T2S, est une plateforme technique opérée par l'Eurosystème fournissant aux dépositaires centraux de titres (DCT) qui y sont connectés des services de règlements-livraison. Ainsi, en raison de cette panne, les acteurs du post-marché (DCT, chambres de compensation, intermédiaires financiers) n'ont pas pu recevoir de confirmations de dénouement pour des transactions précédemment instruites, ni envoyer de nouvelles instructions de règlement pendant plusieurs heures.

⁵⁵ Les crypto-actifs ont ensuite été redirigés vers de multiples adresses et sur des montants fractionnés, elles-mêmes opérant de multiples opérations de *swap* (échanges entre crypto-actifs), en mobilisant des DEX, c'est-à-dire entièrement « *on-chain* ». Ces derniers étant moins encadrés, ils ne sont pas couverts par MiCA en Europe par exemple, et les échanges étant organisés via des *smart contracts* sont très rapides

⁵⁶ Bybit a ainsi identifié que l'équivalent de 900 000 dollars avait été blanchi via l'échange Thor, 200 000 dollars vers EXCH et 100 000 dollars via la plateforme DeFi Web3 d'OKX.

⁵⁷ Pour plus de détails, se référer aux synthèses des contrôles thématiques courts (SPOT) réalisés par l'AMF en 2019, 2021 et 2023.

La récente panne du réseau d'électricité sur la péninsule ibérique le 28 avril a aussi rappelé la forte dépendance du système financier à des problématiques extra-sectorielles, dans le cas présent, l'approvisionnement en énergie. L'interruption, qui a duré 10h, est la plus grande jamais enregistrée en Europe et a perturbé les télécommunications, les systèmes de transport et les services essentiels. La bourse espagnole (*Bolsa y Mercados Españoles*) a cependant pu maintenir son activité en continu grâce à des systèmes d'alimentations de secours.

2.6.4. Des initiatives réglementaires pour réduire l'exposition aux risques opérationnels et cybers

□ La mise en œuvre du règlement DORA

Le règlement européen sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier (DORA) est entré en vigueur le 17 janvier 2025 et porte l'objectif d'établir un cadre commun pour la gestion des risques informatiques et de cybersécurité. Le règlement impose un cadre de résilience numérique s'appliquant notamment aux infrastructures de marché, sociétés de gestion de portefeuilles, entreprises d'investissement et prestataires de services sur crypto-actifs. La particularité de ce nouveau cadre est qu'il comprend aussi des dispositions pour les prestataires tiers de services de technologies de l'information et de la communication (TIC) désignés comme critiques par les trois autorités de supervision européennes (ESMA, EBA et EIOPA).

Le nouveau cadre réglementaire comprend tout un volet dédié aux risques liés aux TIC prévoyant :

- la mise en place de cadres de gouvernance et de contrôle interne, s'accompagnant d'une stratégie de résilience opérationnelle numérique. Cette disposition doit s'accompagner de l'identification de toutes les sources de risques liés aux TIC et à leur évaluation, au moins une fois par an ;
- la protection de la disponibilité, authenticité, intégrité et confidentialité des données selon une approche fondée sur les risques ;
- l'instauration d'une politique complète de continuité des activités de TIC, des procédures de sauvegarde, de restauration et de rétablissement, avec des tests à effectuer au moins une fois par an ;
- la mise en place de mécanismes d'exams à la suite d'incidents liés aux TIC pour analyser et évaluer les procédures ;
- la mise en place de plans de communication interne et externe en cas de crise.

Les entités financières sont aussi tenues de classer les incidents liés aux TIC ainsi que les cybermenaces, notamment selon leur criticité. Les incidents majeurs doivent être déclarés à leur autorité compétente. Les clients susceptibles d'être affectés doivent aussi être rapidement informés. Les entités doivent également partager à leurs clients toute mesure de protection qu'ils pourraient adopter pour réduire leur exposition à ce risque.

De plus, les entités financières sont aussi tenues d'opérer des tests de résilience opérationnelle numérique et de réexaminer ceux-ci dont les synthèses sont partagées aux entités compétentes.

Enfin, DORA prévoit que les entités financières identifient et intègrent les risques liés au recours à des prestataires de services TIC. Les mesures introduites reviennent globalement sur les relations entretenues par les entités financières avec ces prestataires en imposant :

- la mise en place d'un cadre de gestion du risque lié aux prestataires tiers, avec des clauses minimales régissant les accords contractuels ;
- la tenue d'un registre d'information actualisé des accords contractuels entre les parties, communiqué au moins une fois par an à l'autorité compétente. Ces dernières seront aussi tenues informées de tout nouvel accord contractuel ;
- la réalisation d'audit avant de conclure un accord, lequel ne peut être passé qu'avec des prestataires tiers de services TIC respectant les normes européennes de sécurité de l'information ;
- la mise en place de stratégies de sortie pour les services TIC soutenant des fonctions critiques ou importantes en cas de défaillance du prestataire.

Ces dernières mesures, propres aux relations avec les prestataires tiers de services TIC permettent d'offrir de la visibilité sur leurs relations avec les entités financières et de sécuriser ces dernières face à une industrie très concentrée.

□ **Vers une réduction du délai de règlement-livraison**

La réduction du délai de règlement-livraison est une autre solution pour réduire les risques portant sur les opérations post-négociation. En effet, en diminuant le temps qui sépare l'exécution d'une transaction et son dénouement effectif, c'est-à-dire l'échange des titres et espèces, les risques de crédit, de marché et de liquidité des participants de marchés devraient s'amenuiser, au bénéfice de la stabilité financière et de la liquidité. Sur les chambres de compensation, la baisse de ce délai devrait également réduire les montants des marges appelés et leurs variations.

Depuis 2014, le délai maximum autorisé dans l'UE est de deux jours ouvrables à compter de la négociation, d'où un environnement en « t+2 ». Les États-Unis s'étaient alignés sur ce délais en 2017, mais ont innové en 2024 en basculant sur un délai à « t+1 » le 29 mai. L'UE devrait suivre cette tendance, la Commission européenne a proposé un alignement sur le délai de règlement-livraison au 11 octobre 2027. Les participants de marché disposent ainsi d'un peu plus de deux ans pour s'aligner sur les standards de fonctionnement et s'assurer du bon fonctionnement des activités post-négociation dans ce délai raccourci.

Pour plus d'information sur ce sujet, la Cartographie des marchés et des risques AMF 2024 avait dédié un encadré aux risques présents dans les opérations de règlements-livraison ainsi qu'aux risques spécifiques à un décalage dans les délais accordés en Europe et aux États-Unis.



GESTION D'ACTIFS

SYNTHÈSE

L'année 2024 a été caractérisée par la poursuite de la croissance de la gestion collective mondiale, expliquée majoritairement par un rebond de valorisation. La collecte s'est située à un niveau élevé. Les fonds domiciliés en France ont également connu une croissance de leurs encours. L'effet de marché positif enregistré en 2024 a bénéficié à toutes les principales stratégies d'actifs cotés. Le volume des flux est cependant hétérogène entre les principales catégories de fonds : les fonds monétaires et obligataires ont enregistré des collectes nettes, tandis que des rachats nets ont limité la croissance des encours pour les fonds actions et diversifiés. L'attrait des investisseurs pour les titres de dette s'explique par un niveau de taux d'intérêt plus élevé en début d'année combiné à l'assouplissement des taux directeurs à partir de mi 2024 qui joue favorablement sur la valorisation des titres de dette (plus-values latentes).

Les fonds d'investissement évoluent dans un environnement incertain caractérisé entre autres par des risques géopolitiques. Ce risque s'est par ailleurs matérialisé début avril lorsque les annonces de politique commerciale de l'administration Trump ont fortement affecté les valorisations des différents actifs. Le principal risque aurait été que la dépréciation des actifs sous-jacents et les ajustements de valeur des fonds entraînent des rachats de la part des investisseurs et donc des cessions forcées pour les fonds, induisant des réallocations brutales et désordonnées des portefeuilles. Dans les faits, la gestion collective française a été résiliente face à l'épisode de tensions d'avril 2025 : les fonds monétaires ont enregistré une collecte positive tandis que les flux sur les fonds actions, obligataires et diversifiés français ont été très limités. Plus généralement, l'exposition des fonds français aux titres souverains américains s'avère faible.

Les fonds présents sur le segment des actifs illiquides, comme les actifs non cotés, font toujours l'objet d'interrogations compte tenu de leur croissance continue et des potentielles fragilités qu'ils peuvent présenter. Pour les fonds de *private equity* et de *private debt*, les levées de capitaux se maintiennent à des niveaux inférieurs à ceux des années passées, toutefois le niveau des cessions et des investissements est en rebond en 2024 (après une année 2023 très difficile). Sur le segment de l'immobilier commercial, si la situation s'est améliorée, le coût de la dette reste plus élevé qu'avant 2022 malgré l'assouplissement de la politique monétaire en 2024. Les volumes de transactions sont restés à un niveau faible et les incertitudes relatives aux valorisations des actifs sous-jacents demeurent. Ainsi, certains fonds immobiliers ouverts ont dû faire face à nouveau à des demandes de rachats en 2024. Certaines SCPI présentent un volume significatif de parts en attente de cession, dont les délais de règlement peuvent excéder parfois plus d'un an. L'adoption d'outils de gestion de liquidité par les fonds s'est, par ailleurs, accélérée suite à la mise en œuvre par l'AMF de mesures incitatives en 2022 et 2023.

Les fonds d'investissement sont un maillon central du secteur financier. Les interconnexions sont fortes au passif avec les assureurs (investissement des primes d'assurance vie), et à l'actif avec les banques (en particulier pour les fonds monétaires). Un exercice de *stress-test* de l'ensemble du système financier français sera lancé en 2025 pour mieux comprendre les interconnexions entre les différents acteurs et identifier les potentielles vulnérabilités.

Les ETF continuent de voir leurs encours augmenter en 2024. Cependant le développement d'ETF alternatifs (leveragés, inverses ou actifs) reste un point de vigilance dans la mesure où ces stratégies exposent les épargnants à des risques de marché parfois mal compris.

Dans l'ensemble, les fonds français ont fait preuve jusqu'à présent d'une bonne résilience face aux chocs de marché.

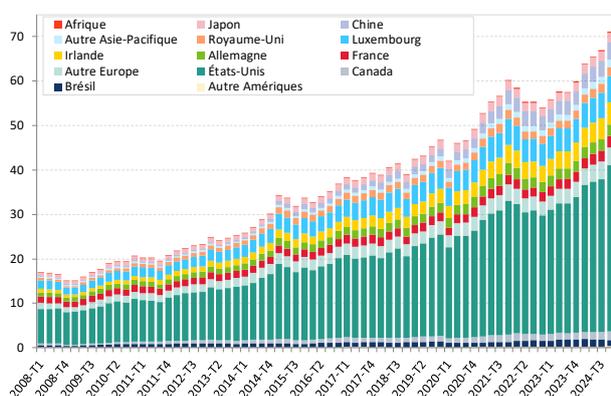
3.1. BILAN DE L'ANNÉE 2024 POUR LA GESTION COLLECTIVE MONDIALE

3.1.1 L'encours de la gestion collective continue sa croissance en 2024 et s'établit à un nouveau record historique

L'actif net des fonds ouverts (hors fonds de fonds) a enregistré une hausse d'environ 19 % (soit 11 178 milliards d'euros) entre 2023 et 2024. Les encours dépassent ainsi les 71 000 milliards d'euros gérés à fin 2024 selon l'European Fund and Asset Management Association (EFAMA). Environ 32 % de la croissance de l'encours total est expliquée par des flux de collecte nette (comptant pour environ 3 540 milliards d'euros). La majorité de la hausse de l'actif net des fonds ouverts est donc due à l'effet de marché. Comparé aux autres juridictions ou zones géographiques, les fonds domiciliés aux États-Unis ont connu la plus forte hausse d'encours en 2024, soit 6 970 milliards d'euros (62 % de l'accroissement mondial)⁵⁸. Le poids des fonds domiciliés aux États-Unis passe ainsi à environ 53 % des encours globaux, contre 49 % l'année dernière.

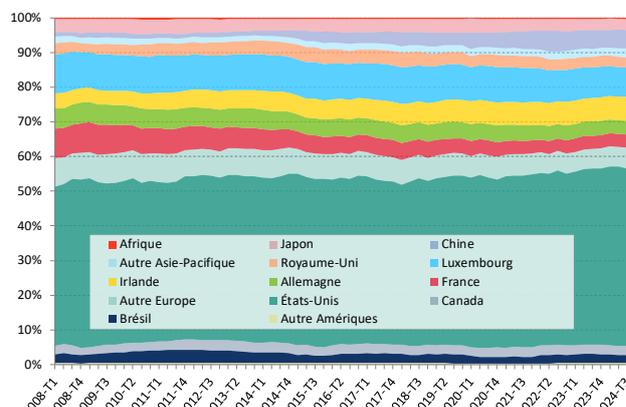
Graphiques 66 : Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale (hors fonds de fonds), par grande juridiction de domiciliation des fonds

Graphiques 66.1 : 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 2024-T4

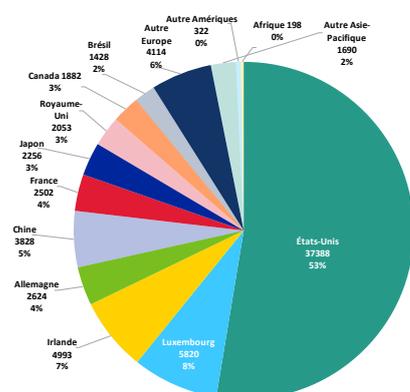
Graphiques 66.2 : Évolution du poids de l'actif net de chaque grande juridiction de domiciliation des fonds (en pourcentage du total)



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

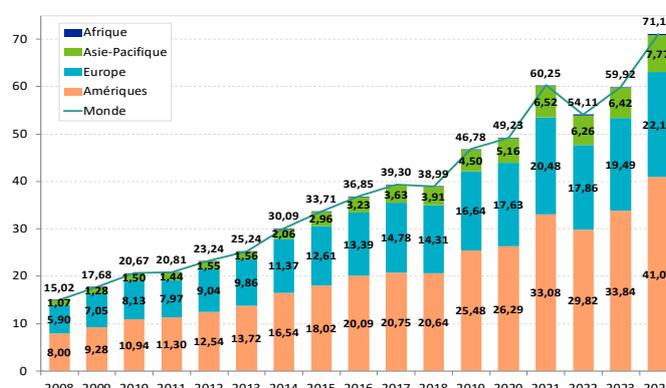
Graphiques 67 : La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée

Graphiques 67.1 : Répartition des encours au T4-2024 (en milliards d'euros et en pourcentage)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2024-T4

Graphiques 67.2 : Évolution par grandes régions de domiciliation des fonds (en milliers de milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2024-T4

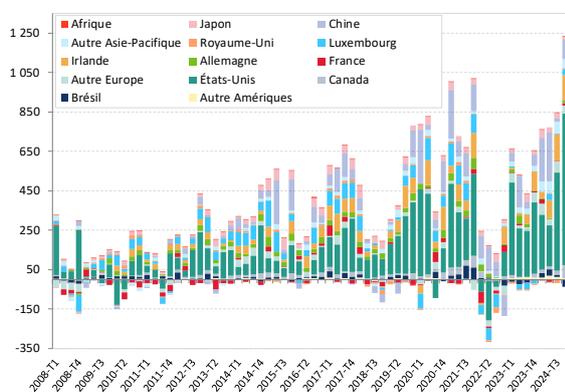
⁵⁸ Cette hausse des encours est la plus forte en termes de volume. C'est la Chine qui affiche le plus fort taux de croissance de ses encours : +26 % par rapport à ses encours en 2023 contre 23 % pour les États-Unis.

3.1.2 La collecte mondiale enregistre un pic au T4 2024

L'année 2024 a été caractérisée par des collectes supérieures à celles enregistrées en 2023 et au pic de 2021 (3 540 milliards d'euros en 2024 contre 3 331 milliards d'euros en 2021). Le T4 2024, tiré par la hausse de la collecte sur le segment des fonds monétaires⁵⁹, explique à lui seul 34 % de la collecte annuelle. Sur 14 pays ou zones géographiques considérés, seul le Royaume-Uni a enregistré plus de rachats que de souscriptions. Les fonds domiciliés aux États-Unis ont enregistré des flux nets positifs particulièrement élevés en 2024 (près de la moitié de la collecte globale a été captée par ces fonds). En 2024, la collecte nette s'établit à environ 608 milliards d'euros pour les fonds domiciliés dans l'Espace économique européen (soit plus du double du volume de 2023). Cependant, ceci reste inférieur au pic de 790 milliards d'euros de flux nets positifs reportés en 2021. Les fonds domiciliés en Chine battent leur record de collecte en 2024, avec des flux nets positifs de 580 milliards d'euros sur l'année.

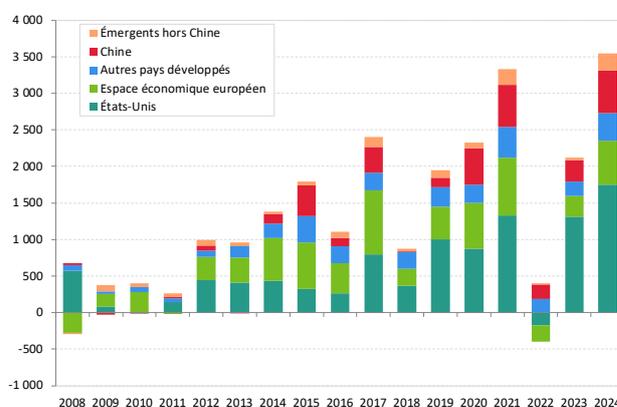
Graphiques 68 : Évolution des flux nets de souscription-rachat

Graphiques 68.1 : Évolution trimestrielle des flux nets de souscription-rachat par pays (en milliards d'euros)



Source : EFAMA, Worldwide historical public report Euro 2024-T4

Graphiques 68.2 : 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 2024-T4

3.2. RÉPARTITION DU MARCHÉ EN EUROPE

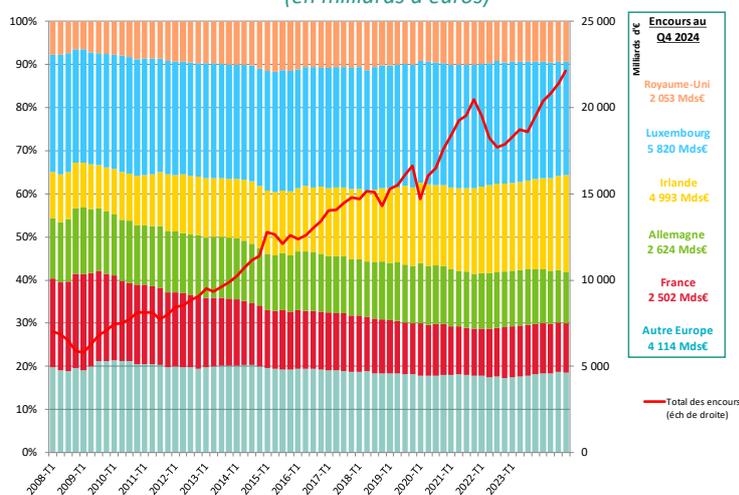
Les encours de la gestion collective européenne poursuivent leur hausse en 2024

L'encours des fonds européens a continué sa progression en 2024 et s'établit désormais à 22 105 milliards (soit une hausse d'environ 2 620 milliards d'euros ou 13 % par rapport au niveau enregistré fin 2023). L'effet de marché explique la majorité de cette évolution, la collecte nette n'ayant représenté que 670⁶⁰ milliards d'euros (ou environ 26 % de la hausse entre 2023 et 2024). Les fonds domiciliés en Irlande ont connu la plus forte croissance en 2024 (910 milliards d'euros). Cette hausse permet à l'Irlande d'accroître son poids sur le marché : ainsi, les fonds irlandais représentent 22,6 % des encours européens en 2024 contre 21 % fin 2023. Les encours des fonds luxembourgeois se maintiennent cependant à la première place (5 820 milliards d'euros d'encours, soit 26 % des actifs sous gestion européens, en recul d'un point de pourcentage par rapport à l'année passée). Comme les années passées, l'Allemagne se situe à la 3^e place (avec environ 12 % des encours européens), mais l'écart diminue entre les fonds domiciliés en Allemagne et ceux domiciliés en France : fin 2024, seuls 122 milliards d'euros séparent les deux juridictions, contre 213 milliards fin 2023. La France occupe donc toujours la 4^e place avec 2 502 milliards d'euros d'encours (11,3 % des encours européens), et le Royaume-Uni la 5^e avec 9 % des encours européens.

⁵⁹ Une meilleure performance des titres monétaires est à l'origine de la hausse de la collecte des MMF. Ainsi, environ 50 % de l'augmentation de la collecte mondiale entre Q3 et Q4 2024 peut s'expliquer par l'augmentation de la collecte des MMF domiciliés aux États-Unis et dans les pays asiatiques.

⁶⁰ La différence en termes de collecte entre les 670 milliards d'euros pour la gestion collective européenne et les 608 milliards d'euros pour les fonds domiciliés dans l'Espace économique européen s'explique par un échantillon distinct. En effet, les chiffres pour la gestion collective européenne prennent en compte tous les pays européens d'un point de vue géographique, ce qui inclut le Royaume-Uni, la Suisse et la Turquie. Ces trois pays n'entrent cependant pas dans le groupe de pays appartenant à l'Espace économique européen.

Graphique 69 : 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 2024-T4

3.3. FOCUS SUR LES FONDS FRANÇAIS

Cette section dresse un état des lieux de l'évolution de la gestion collective française par type de fonds. Comme précédemment, nous utilisons les séries agrégées de la Banque de France (données à fréquences mensuelle et annuelle) pour la vision historique longue des graphiques. *A contrario*, les données granulaires de supervision reportées à l'AMF sont utilisées pour fournir une vision détaillée sur les cinq premiers mois de l'année 2025.

3.3.1. Fonds monétaires : la hausse des encours ralentit en 2024 mais elle est soutenue par des effets de valorisation importants

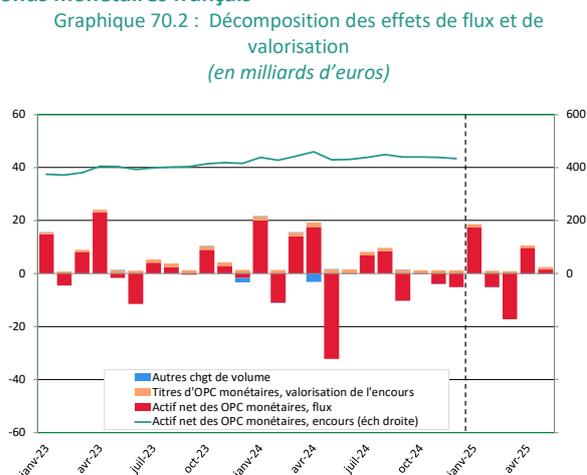
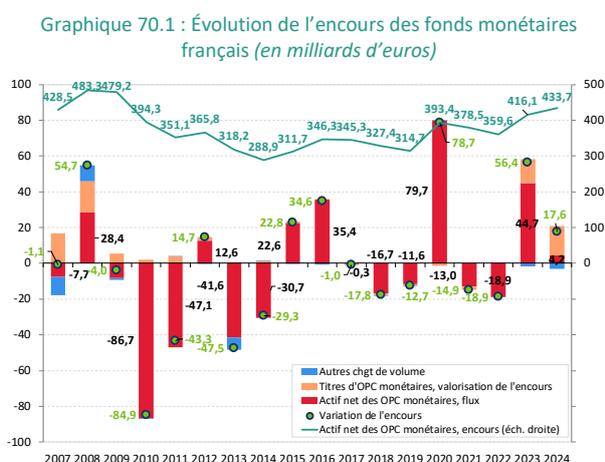
En 2024, les encours des fonds monétaires (en anglais *Money Market Funds* ou MMF) ont poursuivi leur croissance, mais à un rythme plus faible qu'en 2023. Ainsi, à fin 2024, les encours s'établissent à 434 milliards d'euros (+18 milliards d'euros au cours de l'année, soit +4,2 % par rapport à fin 2023). Cette augmentation est cependant moindre que celle constatée en 2023 (+56 milliards d'euros) du fait d'une baisse des flux nets entrants.

Malgré quatre baisses des taux directeurs en 2024, les rendements court terme restent plus élevés qu'avant 2022 et permettent aux fonds monétaires d'engranger des effets de valorisation positifs. Ces effets expliquent ainsi la grande majorité de la hausse des encours en 2024 (+16,6 milliards). Cependant, à l'inverse de ce qui s'est passé l'année dernière, cet effet valorisation n'a pas été accompagné par des flux entrants importants. En effet, les MMF n'ont collecté en 2024 qu'environ 4 milliards d'euros, ce qui représente une baisse de 90 % par rapport à 2023 (environ 45 milliards d'euros).

En 2024, le traditionnel cycle trimestriel de souscriptions/rachats a présenté un niveau plus faible : les flux cumulés de fin de trimestre atteignent -1,3 milliard d'euros en 2024 (grâce à des flux entrants d'environ 14 milliards d'euros enregistrés en mars 2024) contre environ -6 milliards d'euros en 2023.

Les trois premiers mois de l'année 2025 ont vu la dynamique de valorisation se poursuivre (Graphiques 70.2). Ainsi, au T1 2025, l'effet valorisation se situe à environ 3,3 milliards d'euros, ce qui témoigne d'une rentabilité encore élevée pour les titres de court terme. Cependant, les bonnes performances des MMF n'ont pas engendré des flux nets positifs : au cours du premier trimestre 2025, les MMF ont même enregistré environ 5 milliards d'euros de décollecte nette et s'inscrivent à nouveau dans un cycle plus traditionnel de décollecte en fin de trimestre.

Graphiques 70 : Évolution des fonds monétaires français

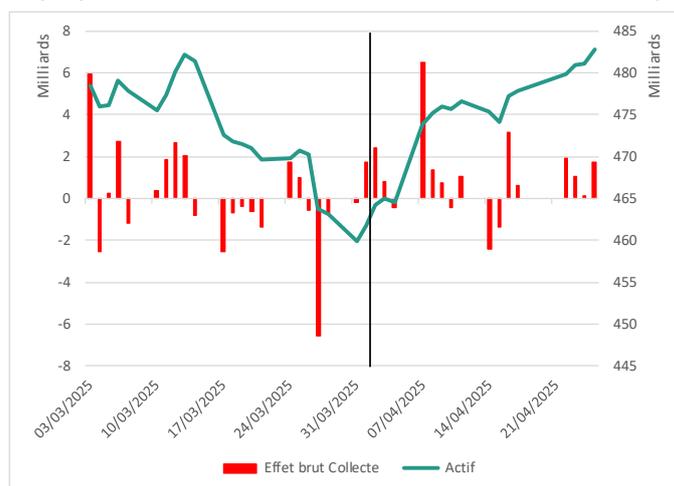


Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2023 et fin mai 2025. La droite en pointillé marque la fin d'année 2024. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2025 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.

Dans un contexte de forte incertitude et de baisse généralisée des marchés à la suite des annonces du président Trump, les MMF auraient pu subir des décollectes étant donné leur utilisation par les investisseurs à des fins de gestion des liquidités. Le rachat des parts de MMF aurait pu servir à honorer d'éventuels appels de marge auxquels les investisseurs auraient dû faire face.

Le Graphique 71 montre l'évolution de l'actif et des collectes des MMF français entre le 3 mars et le 25 avril 2025. La barre noire indique la date du discours du président des États-Unis et représente donc le début de la baisse généralisée des marchés.

Graphique 71 : Évolution de l'actif et de la collecte des MMF français



Source : AMF

La barre noire correspond au 2 avril 2025, date du « liberation day » et de la baisse généralisée des marchés

Le Graphique 71 montre que les MMF français n'ont pas enregistré des décollectes à la suite des annonces du 2 avril. Après la décollecte de mars 2025 (engendrée par le traditionnel cycle trimestriel de souscriptions/rachats), la collecte du début avril correspond aux attentes. En effet, entre le 1^{er} et le 12 avril 2025, la collecte des MMF français a été d'environ 13 milliards d'euros, ce qui se situe dans l'intervalle de 12-13 milliards d'euros de collecte

enregistrée sur la même période les années précédentes. Cette tendance se maintient en mai 2025, avec des collectes nettes qui se situent à environ 1,6 milliard d'euros. L'impact de l'annonce des droits de douane a donc été très limité pour les MMF français⁶¹. La très faible exposition des MMF français aux actifs américains a également joué un rôle stabilisateur : en effet, contrairement à d'autres juridictions européennes, les fonds monétaires français sont presque exclusivement libellés en euros.

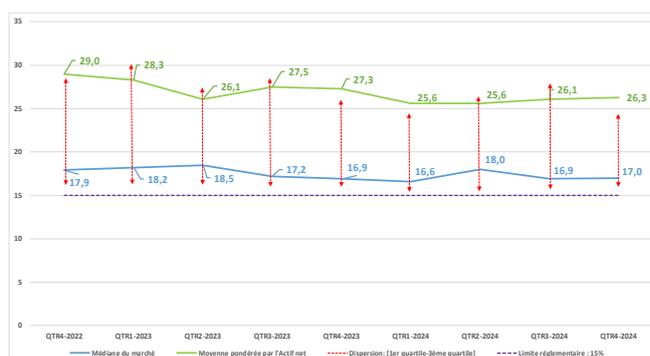
En vertu du règlement MMF, les fonds monétaires doivent maintenir des coussins de liquidité hebdomadaires et quotidiens minimaux. Le Graphiques 72 montre l'évolution trimestrielle de la moyenne, pondérée par l'actif net, des coussins de liquidité hebdomadaire (WLA, pour *weekly liquid assets*) des MMF ainsi que l'évolution de la médiane et de la dispersion de ces coussins. Entre fin 2023 et fin 2024, les MMF court terme ont augmenté leurs WLA (moyenne pondérée à 35,1 % contre 33,1 % fin 2023), tandis que les MMF standards les ont marginalement réduits (26,3 % contre 27,3 % fin 2023). Les niveaux de WLA se situent bien au-dessus des seuils réglementaires (fixés à 15 %). De plus, dans le prolongement des constats des dernières années, les plus grands MMF disposent de coussins de liquidité hebdomadaire plus importants (car la moyenne pondérée est systématiquement supérieure à la médiane).

Graphiques 72 : Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire

Graphiques 72.1 : Évolution des coussins hebdomadaires pour les MMF de court terme (en % de l'actif)



Graphiques 72.2 : Évolution des coussins hebdomadaires pour les MMF standards (en % de l'actif)



Source : AMF, données MMFR

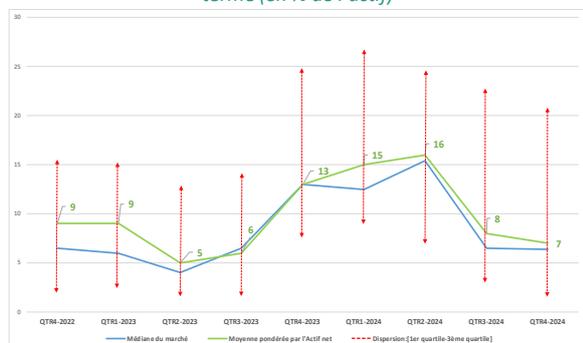
La fin du resserrement de la politique monétaire et les quatre baisses de taux qui se sont ensuivies en 2024 ont eu un impact marginal sur la structure du portefeuille des MMF. Le Graphiques 73 présente ainsi l'évolution de la maturité moyenne pondérée des portefeuilles des fonds (*weighted average maturity*, ou WAM). Cet indicateur mesure la sensibilité du rendement d'un fonds monétaire aux variations des taux du marché monétaire.

La première moitié de l'année 2024 a été caractérisée par la poursuite de l'augmentation de la WAM, ce qui indique un allongement de la maturité des portefeuilles. Ce mouvement, initié depuis la fin du 2^e trimestre 2023 s'explique par la fin du resserrement de la politique monétaire. Cependant, cette tendance a pris fin au 3^e trimestre 2024 à cause de l'incertitude politique qui a poussé les MMF français vers des titres à plus faible maturité (abaissement de la WAM médiane des MMF court terme d'environ 15 jours à environ 6 jours sur le deuxième semestre). La WAM s'est ensuite stabilisée sur le 4^e trimestre. Une évolution similaire a été enregistrée pour les MMF standards.

⁶¹ En effet, entre le 2 et le 9 avril 2025 (date à laquelle le président des États-Unis est revenu sur ses décisions et a décidé d'une pause de 90 jours dans l'augmentation des tarifs pour tous les pays à l'exception de la Chine), l'actif net des MMF français a crû d'environ 12 milliards d'euros grâce aux fortes collectes d'environ 11,5 milliards d'euros.

Graphiques 73 : Évolution de la *weighted average maturity* (WAM)

Graphiques 73.1 : Évolution de la WAM pour les MMF de court terme (en % de l'actif)



Source : AMF, données MMFR

Graphiques 73.2 : Évolution de la WAM pour les MMF standards (en % de l'actif)



3.3.2. Fonds obligataires : forte hausse des encours en 2024 grâce à une collecte importante

L'augmentation de l'encours des fonds obligataires français a atteint 52,5 milliards d'euros 2024, un record depuis le début de la série statistique (2007). Ainsi, l'actif net cumulé dépasse pour la première fois la barre des 300 milliards d'euros, s'établissant à 343,5 milliards (soit un accroissement de 18 % par rapport à fin 2023). Le volume important de souscriptions explique largement la hausse des encours. Un record de collecte annuelle a en effet été enregistré, avec plus de 40 milliards d'euros de flux nets positifs (dont 19 milliards d'euros sur les deux derniers mois de l'année 2024). Fait notable, le solde des souscriptions / rachats était positif sur chacun des mois de 2024.

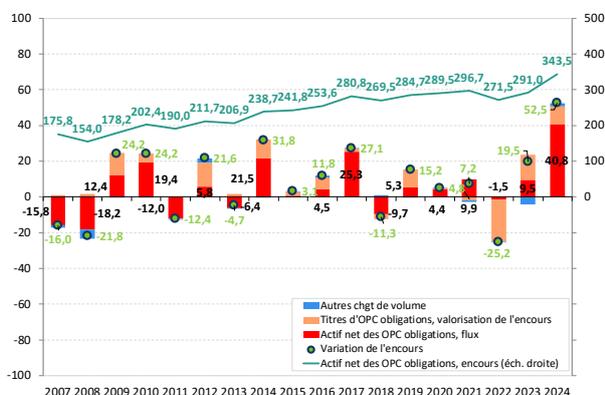
Au cours de l'année 2024, les fonds obligataires ont bénéficié d'un niveau initial élevé de taux d'intérêt, mais aussi de leur baisse⁶², initiée en Europe en juin 2024. L'assouplissement de la politique monétaire a donc eu un effet positif sur la performance enregistrée par les fonds obligataires, les fonds obligataires français ayant ainsi enregistré en 2024 un effet valorisation d'environ 10 milliards d'euros.

Sur le premier trimestre 2025 (Graphiques 74.2), les fonds obligataires français ont enregistré une légère décollecte nette, d'environ 800 millions d'euros, concentrée sur le mois de février, tandis que l'effet valorisation devient négatif en mars 2025 (-610 millions d'euros). En avril 2025, les fonds obligataires ont continué à enregistrer un effet valorisation négatif (quoique faiblement), compensé par une collecte nette d'environ 2 milliards d'euros. L'effet de l'annonce des droits de douane a eu un impact limité sur les flux des fonds obligataires : entre le 2 et le 9 avril 2025 (date à laquelle le président des États-Unis est revenu sur ses décisions et a décidé d'une pause de 90 jours dans l'augmentation des tarifs pour tous les pays à l'exception de la Chine), les fonds obligataires ont même enregistré une collecte nette d'environ 530 millions d'euros.

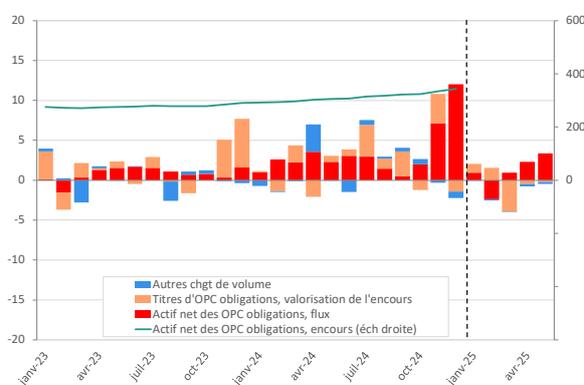
⁶² En effet, lorsque les taux d'intérêt de marché baissent, la valeur des obligations déjà émises (à un taux fixe plus élevé) augmente.

Graphiques 74 : Évolution des fonds obligataires français

Graphiques 74.1 : Évolution de l'encours des fonds obligataires français (en milliards d'euros)



Graphiques 74.2 : 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 2023 et fin mai 2025. La droite en pointillé marque la fin d'année 2024. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2025 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.

Graphique 75 : Évolution de l'actif et de la collecte des fonds obligataires



Source : AMF

La barre noire correspond au 2 avril 2025, date du « liberation day » et de la baisse généralisée des marchés

Une analyse des portefeuilles des fonds obligataires français à fin juin 2024 montre que l'encours des titres américains⁶³ se situe à environ 14 milliards d'euros, ce qui représente 5,9 % du portefeuille total hors dérivés des fonds français. Une analyse complémentaire de la Banque de France⁶⁴ montre que fin 2024 les fonds obligataires français sont exposés à hauteur de 1,72 % aux titres de dette publique américaine et à hauteur d'environ 7,24 % aux titres en dollars (comprenant la dette publique émise par les États-Unis et la dette *corporate* et financière). L'exposition des fonds obligataires français aux titres américains est donc aujourd'hui limitée.

⁶³ Définis ici comme étant ceux dont l'ISIN commence par les lettres « US ». Cette analyse considère donc les obligations d'entreprise et les titres souverains.

⁶⁴ Banque de France (2025). [Rapport sur la stabilité financière – Juin 2025](#).

3.3.3. Fonds actions : hausse des encours en 2024 grâce à une bonne performance boursière et une moindre décollecte

L'encours des fonds actions français a continué à progresser en 2024 : il a crû de 32,4 milliards d'euros l'année dernière (soit 9 % de hausse depuis fin 2023). Atteignant 391 milliards d'euros, il approche ainsi de son pic historique de 406,3 milliards enregistré en 2021.

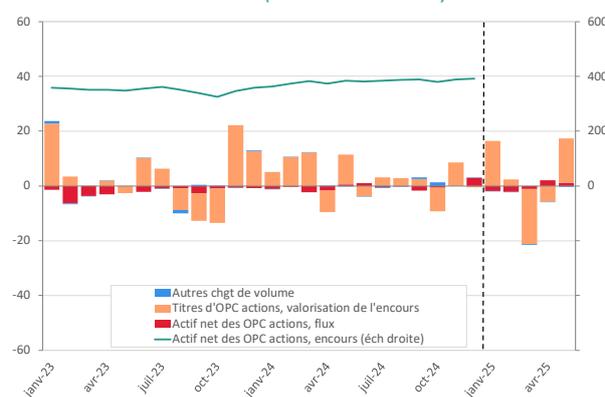
Les bonnes performances boursières enregistrées au premier semestre 2024 expliquent une bonne part de la hausse des encours en 2024. Le Graphiques 76.2 montre, entre autres, que les fonds actions ont connu les performances les plus élevées en février, mars et mai 2024 (avec environ 23 milliards d'euros d'appréciation sur les seuls mois de février et mars 2024). La deuxième moitié de l'année, avec l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale par le président de la République et l'incertitude politique qu'elle a engendrée, a été moins dynamique. L'effet de valorisation sur 2024 s'établit ainsi à 35 milliards d'euros (contre 46 milliards d'euros en 2023). La décollecte nette a, par ailleurs, été très inférieure à celle enregistrée en 2023 (4 milliards d'euros de rachats contre 24 milliards d'euros en 2023), ce qui a permis aux encours d'afficher une hausse significative en 2024.

Graphiques 76 : Évolution des fonds actions français

Graphiques 76.1 : Évolution de l'encours des fonds actions français (en milliards d'euros)



Graphiques 76.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation (en milliards d'euros)

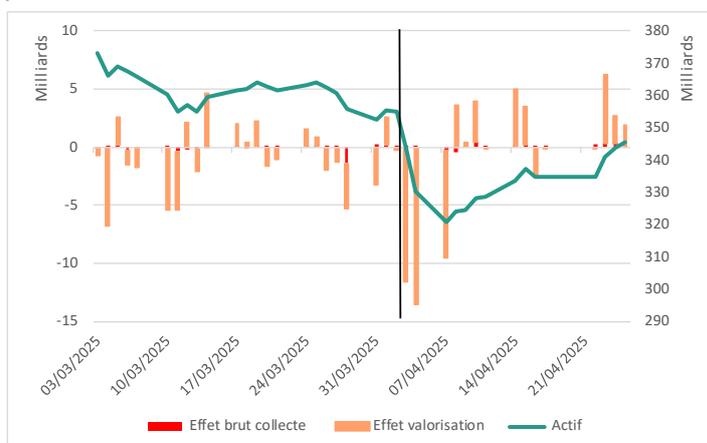


Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2023 et fin mai 2025. La droite en pointillé marque la fin d'année 2024. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2025 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.

Si les marchés avaient plutôt accueilli favorablement l'élection de Donald Trump en novembre 2024, et sa prise de fonction en janvier 2025, un retournement de situation a pu être observé à partir de mars avec les décisions de politique commerciale de la nouvelle administration. La forte baisse des prix des actions a engendré un effet significatif sur la valorisation dès mars 2025, de l'ordre d'environ 19 milliards d'euros (ou 5% des encours des fonds actions à fin 2024). Il est important de constater que les demandes de rachats n'ont pas augmenté malgré ces baisses de performance : les flux de rachat ont été très limités (environ 1,2 milliards d'euros au mois de mars 2025). La même tendance se prolonge en avril 2025.

L'important effet de dévalorisation auquel les fonds actions ont dû faire face en l'espace de quelques jours en avril 2025 rappelle les risques liés à une éventuelle correction soudaine sur les marchés boursiers.

Graphique 77 : Évolution de l'actif, de la collecte et de la valorisation des fonds actions

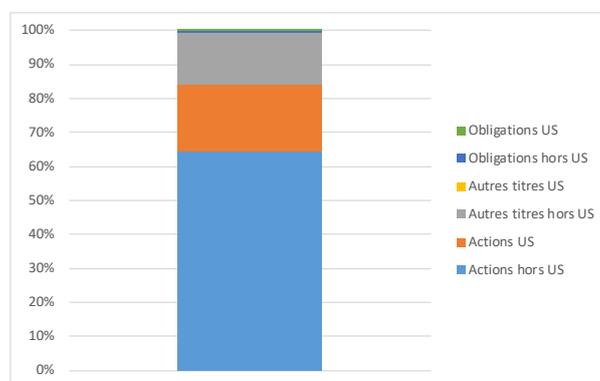


Source : AMF

La barre noire correspond au 2 avril 2025, date du « liberation day » et de la baisse généralisée des marchés

Dans ce contexte, il est important de quantifier l'exposition des fonds actions français au marché américain. Sur 319 milliards d'euros d'encours à fin juin 2024, les fonds actions français détenaient des titres américains⁶⁵ pour environ 63 milliards d'euros (soit 19,9 % du portefeuille total hors dérivés – cf. Graphique 78)⁶⁶. Cependant, le poids des titres américains est hétérogène entre les différents fonds : 75 % des fonds actions français sont exposés à moins de 2,4 % de leurs encours.

Graphique 78 : Poids des différents types de titres dans le portefeuille des fonds actions français



Source : collecte OPC titres, calculs AMF

⁶⁵ Définis ici comme étant ceux dont l'ISIN commence par les lettres « US ».

⁶⁶ Une analyse complémentaire effectuée avec les données Morningstar montre un poids des titres américains (actions et obligations) se situant à environ 25 % de l'encours total des fonds actions français. Cependant, ce chiffre ne peut pas être comparé avec celui obtenu en utilisant les données issues de la collecte OPC titres. En effet, l'échantillon des fonds considérés dans l'analyse portant sur les données Morningstar est sensiblement réduit : le fournisseur de données ne couvre que très partiellement les fonds alternatifs, tandis que les données portefeuille ne sont disponibles que pour 885 fonds sur un total de 1 739 fonds actions français téléchargés.

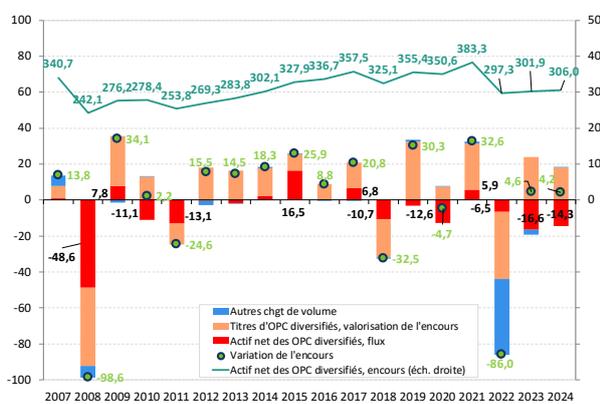
3.3.4. Fonds diversifiés : stabilité des encours en 2024

En 2024, les fonds diversifiés ont vu leur encours augmenter de 4 milliards d’euros (soit une hausse d’environ 1,4 % par rapport aux encours enregistrés fin 2023). Cette faible augmentation résulte des effets antagonistes d’une appréciation d’environ 18 milliards d’euros et de rachats d’environ 14 milliards d’euros.

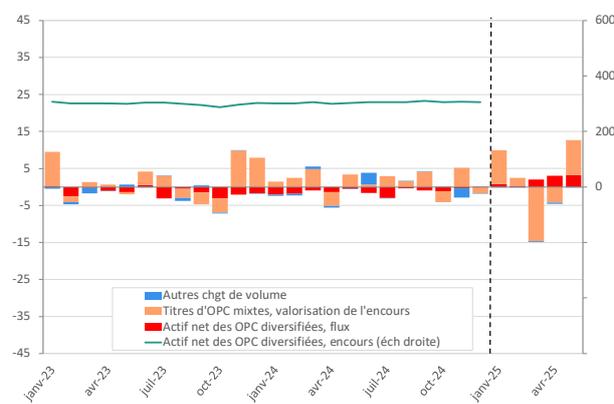
Les fonds diversifiés ont continué à bénéficier d’un effet valorisation positif en janvier et février 2025 (Graphiques 79.2). Cette tendance s’est interrompue en mars 2025 avec les mauvaises performances boursières consécutives aux décisions de politique commerciale de l’administration Trump, qui ont entraîné un effet valorisation d’environ -14 milliards d’euros sur ce seul mois (soit 4,5 % des encours à fin 2024). Toutefois ces performances négatives n’ont pas donné lieu à des rachats, et les fonds diversifiés ont bénéficié de souscriptions nettes d’environ 1,4 milliards d’euros. La même tendance se prolonge en avril 2025, c’est à dire des souscriptions nettes et un effet de valorisation négatif (qui se situe cependant à un moindre niveau comparé à celui enregistré en mars 2025).

Graphiques 79 : Évolution des fonds diversifiés français

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



Graphiques 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 2023 et fin mai 2025. La droite en pointillé marque la fin d’année 2024. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l’année 2025 en revanche, le graphique s’appuie sur les bases de supervision de l’AMF. NB : les périmètres de ces deux sources ne sont pas exactement les mêmes.

3.3.5. Fonds autres : hausse des encours en 2024 grâce aux souscriptions nettes importantes

Les fonds « autres »⁶⁷ ont aussi bénéficié d’une hausse d’environ 74 milliards de leur encours en 2024 (passant de 564 milliards d’euros fin 2023 à 638 milliards d’euros fin 2024). Toutefois, 43 % de cette hausse (32 milliards d’euros) sont attribués à « d’autres changements de volume », c’est-à-dire à des modifications dans le périmètre des fonds « autres »⁶⁸.

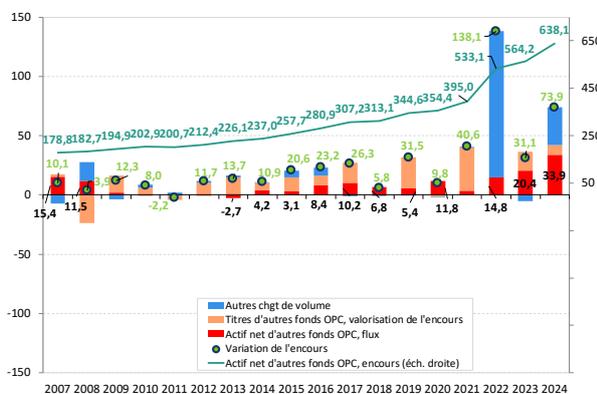
Ces fonds ont continué à attirer en 2024 des flux nets entrants supérieurs à l’année précédente (34 milliards d’euros contre 20 milliards d’euros en 2023). L’effet flux explique la grande majorité (80 %) de la hausse des encours. Plus de la moitié du volume des souscriptions de l’année est comptabilisée au deuxième trimestre 2024 (19 milliards d’euros, soit 56 % du total annuel), période qui correspond traditionnellement au versement de l’intéressement et de la participation sur les plans d’épargne en entreprise. L’effet valorisation est lui aussi positif mais son niveau a été divisé par deux par rapport à 2023 (8 milliards d’euros en 2024 contre environ 16 milliards en 2023).

⁶⁷ 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*.

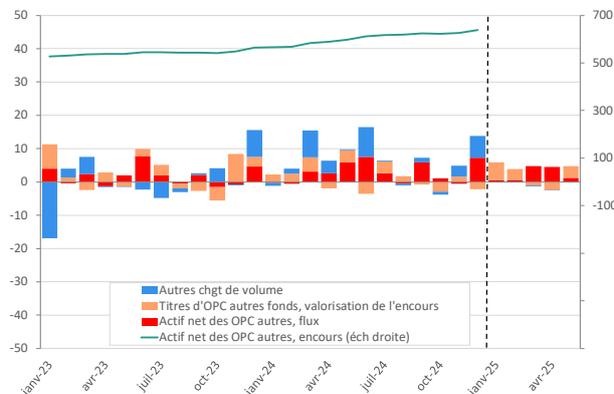
⁶⁸ Une extension du périmètre de collecte est à l’origine des « autres changements de volume ».

Graphiques 80 : Évolution des autres fonds français

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



Graphiques 80.2 : Décomposition des effets de flux et de valorisation
(en milliards d'euros)

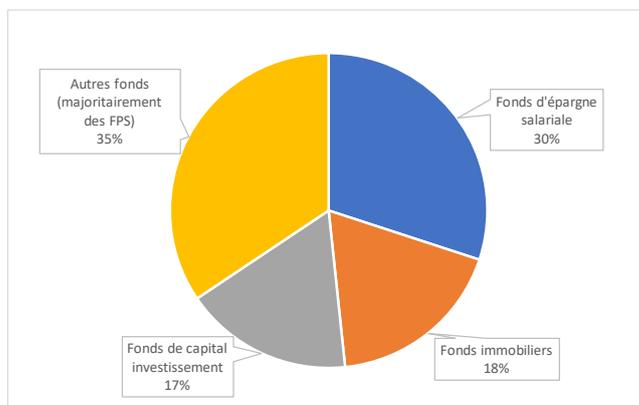


Source : Banque de France, Performance des OPC, AMF Note de lecture : Le graphique de droite montre la décomposition des effets de flux et de valorisation entre janvier 2023 et fin mai 2025. La droite en pointillé marque la fin d'année 2024. Avant cette date, les données utilisées sont celles de la Banque de France (Panorama financier des OPC). Pour les premiers mois de l'année 2025 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 des fonds est disponible dans le Graphique 81. Il montre la grande diversité de fonds qui font partie de cette catégorie. Ainsi, nous pouvons observer qu'à fin 2024 les fonds d'épargne salariale et un reliquat (regroupant majoritairement des fonds professionnels spécialisés - FPS) représentent 65 % des encours de la catégorie des fonds « autres ».

Graphique 81 : Décomposition des fonds « autres » par grande typologie à fin 2024



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

Tableau 2 : Synthèse de l'évolution des différents types de fonds français (Milliards d'euros)

Type de fonds	Progression encours 2024	Effet flux	Effet valorisation	Autres changements de volume
Fonds monétaires	17,6	4,2	16,6	-3,2
Fonds actions	32,4	-4	34,9	1,5
Fonds obligataires	52,5	40,8	9,8	1,9
Fonds diversifiés	4,2	-14,3	18,2	0,3
Fonds "autre"	73,9	33,9	8	31,9

Source : Banque de France, performance des OPC

Encadré 4 : Le levier des fonds français reste maîtrisé

Il existe deux grands types de fonds dans l'Union européenne, en fonction de la directive qui s'applique à eux. Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) relevant de la directive OPCVM et les fonds d'investissement alternatifs (FIA) relevant de la directive AIFM. Le levier des OPCVM est très encadré par la directive (en plus d'exigences strictes sur les actifs éligibles, la diversification des expositions, etc.).

En revanche, les FIA ont beaucoup plus de latitude dans leur stratégie d'investissement et leur recours au levier. Toutefois :

- des règles peuvent être adoptées au niveau national pour plafonner l'endettement ou exiger des poches d'actifs liquides en complément d'investissements dans des sous-jacents illiquides (comme c'est le cas par exemple avec les OPCI, qui sont des fonds immobiliers ouverts et grand-public) ;
- La directive AIFM prévoit que les autorités nationales puissent imposer des limites au levier des FIA lorsque celui-ci fait peser un risque pour la stabilité financière ou le bon fonctionnement des marchés (art. 25-3). Le mécanisme a été rendu opérationnel en 2021 avec des orientations de l'ESMA⁶⁹, que l'AMF applique.

Les régulateurs de marché analysent trimestriellement les risques pour la stabilité financière des fonds d'investissement alternatifs (FIA) en lien avec leur usage du levier et doivent transmettre leur analyse à l'ESMA chaque fois qu'un risque pour la stabilité financière est identifié, et au minimum une fois par an. L'ESMA, à son tour, publie une analyse au niveau de l'Union européenne portant sur les FIA à effet de levier qui regroupe à la fois les analyses et diagnostics transmis par les régulateurs de marché ainsi que sa propre analyse⁷⁰. Un examen du levier à fin 2024 par grande typologie de fonds alternatifs est présenté ci-dessous :

- les *hedge funds* : le segment des *hedge funds* est très petit en France (avec un actif net d'environ 3 milliards d'euros à fin 2024) mais ils peuvent présenter des niveaux de levier brut⁷¹ très élevés. Cependant, les *hedge funds* dont l'effet de levier est le plus important, voire extrême, poursuivent des stratégies de type long / short sur des segments de marché très liquides (par exemple *futures* de taux) qui neutralisent largement le risque de marché (« bêta ») et permettent d'offrir des performances (théoriquement) absolues (« alpha ») ;
- les fonds immobiliers : seulement un nombre très limité de fonds immobiliers présente un niveau de levier « substantiel » au sens de la directive AIFM (c'est-à-dire supérieur à 300 %). Le levier des OPCI (fonds immobiliers destinés aux particuliers est réglementairement limité à 40% des actifs des fonds (soit un levier inférieur à 167%)). Le levier des SCPI se situe également à un niveau agrégé assez faible. Les fonds immobiliers destinés aux professionnels présentent des niveaux de levier légèrement plus élevés (qui restent cependant inférieurs à 200 %) mais la dette prend en grande partie la forme d'avances en compte courant, assimilables à du capital étant donné que ce sont les investisseurs eux-mêmes qui prêtent au fonds ;
- les fonds de *private equity* : ils rapportent généralement un levier nul, qui correspond au levier effectif de ces seuls fonds. Ils sont par ailleurs dispensés de reporter le levier de leurs cibles (il n'y a pas d'approche par transparence, contrairement aux fonds immobiliers par exemple). Sans remettre en cause la manière dont le levier est rapporté, l'ajout de champs supplémentaires dans le *reporting* AIFM qui reflèteraient le levier sous-jacent, c'est-à-dire le levier des véhicules d'investissement intermédiaires (SPV) et des entreprises cibles, serait souhaitable ;
- les fonds de fonds : un nombre limité de fonds de fonds présente un niveau de levier « substantiel » (c.-à-d. supérieur à 300 %) ; les fonds présentant un levier « substantiel » ont un niveau faible d'actifs sous gestion ;
- les fonds « autres » : comme pour les fonds de fonds, seul un nombre limité de fonds présente un niveau de levier supérieur à 300 %. Les fonds qui concentrent le plus d'actifs sous gestion ont donc un usage limité du levier, qui se situe pour la majorité des fonds entre 100 % et 200 %.

⁶⁹ ESMA (2021). [Orientations relatives à l'article 25 de la directive 2011/61/UE](#).

⁷⁰ Voir ESMA TRV Risk Analysis (2024). [Annual risk assessment of leveraged AIFs in the EU – 2024](#). Dans le cadre de l'analyse portant sur l'article 25 de l'AIFMD, l'ESMA recommande une approche en deux étapes. D'abord un échantillon de fonds est défini et qui regroupe i) les fonds avec un levier en engagement supérieur à 300 %, ii) les fonds avec un levier en engagement inférieur au seuil de 300 % mais qui ont des encours supérieurs à 500 millions d'euros et iii) les fonds qui pourraient poser des risques pour la stabilité financière étant donné leur recours inhabituel au levier. Une fois l'échantillon déterminé, les régulateurs de marché et l'ESMA doivent mesurer les risques posés (tant individuellement que collectivement) par ces fonds. Les risques à considérer par l'analyse sont le risque d'impact sur le marché, le risque de cessions forcées d'actifs (*fire sales*), le risque inhabituel de propagation directe aux institutions financières ainsi que le risque d'interruption de l'intermédiation directe du crédit.

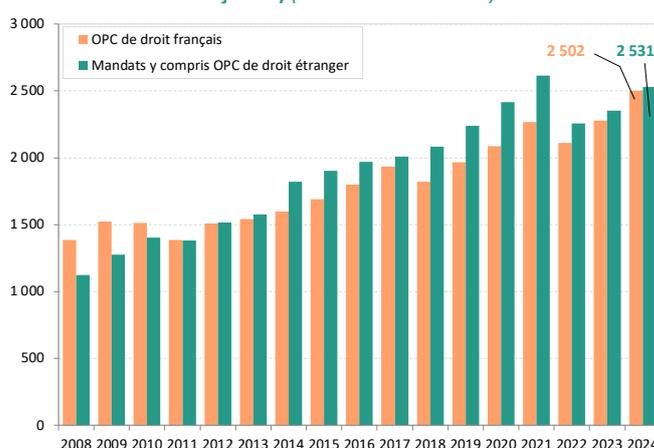
⁷¹ i.e. avant *netting* des risques.

3.3.6. Marché français : regard sur la gestion sous mandat

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

Les statistiques de l’Association française de la gestion financière (AFG) font état d’une augmentation de l’encours de ces mandats et des OPC de droit étranger gérés par les sociétés françaises d’environ 180 milliards d’euros entre fin 2023 et fin 2024. Les mandats et fonds étrangers atteignent ainsi fin 2024 un niveau de 2 531 milliards d’euros, proche du pic historique enregistré en 2021 (2 610 milliards d’euros en 2021).

Graphique 82 : Marché français de la gestion : gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises) (en milliards d’euros)



Source : Association française de la gestion financière (AFG)

3.4. LES FONDS IMMOBILIERS RESTENT DANS UN ENVIRONNEMENT CONTRAINT EN 2024

Les difficultés du segment de l’immobilier commercial se sont poursuivies en 2024. Le maintien des taux directeurs à un niveau élevé (jusqu’en juin 2024 en Europe, lorsque la première baisse des taux a été décidée), combiné aux changements structurels liés au télétravail, a renforcé la baisse des prix de l’immobilier commercial en 2024⁷². Selon Immostat (Graphique 83), le prix moyen des bureaux en Île-de-France est de 5 753 €/m² fin 2024, en recul de presque 12 % par rapport à fin 2023 (6 527 euros). Malgré la baisse des prix, les volumes d’investissement se sont encore réduits en 2024 par rapport aux transactions réalisées en 2023, qui étaient déjà très faibles, même si un léger rebond semble poindre en fin d’année (Graphique 84).

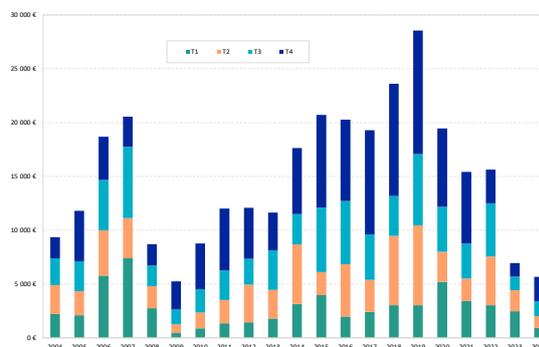
⁷² Les baisses de prix enregistrées par l’immobilier résidentiel semblent s’estomper progressivement en 2024. Ainsi, selon l’[Insee](#), les prix des logements anciens ont connu une baisse de 2,1 % sur un an au T4 2024, après -3,9 % au T3 2024.

Graphique 83 : Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m²



Source : Immostat

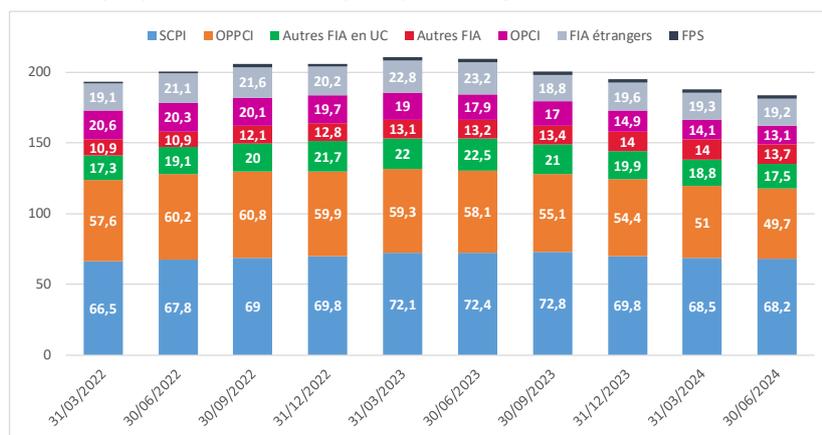
Graphique 84 : Évolution des volumes d'investissements (en millions d'euros) sur l'immobilier d'entreprise en Île-de-France



Source : Immostat

La baisse des prix immobiliers s'est traduite par une diminution des encours des fonds immobiliers⁷³ d'environ 11,2 milliards d'euros entre fin 2023 et fin juin 2024, soit 6 % des encours à fin 2023. Dans le détail, le Graphique 85 montre que chaque grande typologie des fonds a connu une baisse des actifs sous gestion.

Graphique 85 : Encours des principales catégories de fonds immobiliers



Source : reporting AIFMD

La plus forte réduction d'encours a été enregistrée par les OPPCI (*Organismes Professionnels de Placement Collectif Immobilier*), qui ont perdu 4,7 milliards d'euros, essentiellement du fait d'un ajustement des valorisations amplifié par un recours plus important au levier. 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).

Les fonds s'adressant à la clientèle de détail ont également vu leur encours baisser pendant les six premiers mois de 2024 :

- les SCPI⁷⁴ (*Sociétés Civiles de Placement Immobilier*) ont enregistré une baisse d'encours d'environ 1,6 milliard d'euros sur le premier semestre 2024, la collecte en baisse (+3,5 milliards d'euros en 2024)

⁷³ Selon les données ASPIM, l'investissement des fonds immobiliers français dans l'immobilier résidentiel est assez limité à ce stade : les SCPI résidentielles représentent environ 5 % de la capitalisation des SCPI françaises à fin 2024, tandis que l'immobilier résidentiel constitue 11,1 % du portefeuille des OPPCI à fin 2023.

⁷⁴ 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.

contre +6 milliards d'euros en 2023⁷⁵) ne parvenant pas à compenser les baisses constatées des prix de parts. Dans le détail, les niveaux de collecte restent très hétérogènes avec des SCPI de bureaux qui enregistrent des décollectes nettes, tandis que des SCPI diversifiées bénéficient de souscriptions nettes. Du côté des valorisations, la baisse des prix de l'immobilier commercial s'est traduite par une réduction des prix des parts, en particulier pour les SCPI de bureaux. Ainsi, selon l'ASPIM (2025a), le prix de part moyen (pondéré par la capitalisation) a baissé d'environ 4,5 % en 2024, prolongeant donc la tendance observée en 2023 (-5 %). Les parts échangées sur le marché primaire ont atteint 1,2 milliard d'euros (contre environ 2 milliards d'euros en 2023), tandis que les parts en attente de cession ont atteint un pic au Q3 2024 (2,87 % de la capitalisation⁷⁶) avant de refluer légèrement à environ 2,7 % fin 2024 du fait des baisses constatées des prix des parts ;

- les OPCI (*Organismes de Placement Collectif Immobilier*) ont vu leur encours baisser d'environ 1,8 milliards d'euros entre fin 2023 et fin juin 2024. Selon l'ASPIM (2025b), cette baisse s'explique à la fois par une performance négative et par des rachats nets. La grande majorité d'OPCI a pu répondre aux décollectes nettes sans suspendre leurs rachats, tandis qu'un faible nombre d'OPCI a activé leur mécanisme de plafonnements de rachat (*gates*) ;
- selon les données issues du *reporting* prévu par la AIFM⁷⁷, les autres FIA immobiliers distribués en unités de compte dans le cadre des contrats d'assurance-vie ont également enregistré des baisses d'encours (-2,4 milliards d'euros sur les six premiers mois de l'année 2024). Comme pour les OPCI, ces baisses sont imputables à la fois à une performance négative (-4,7 % en 2024, contre -6,8 % en 2023) et à une amplification des décollectes nettes (-940 millions d'euros en 2024 contre 563 millions d'euros en 2023, cf. ASPIM(2025a)). Cependant, les décollectes enregistrées auraient pu être plus larges sans l'activation par quelques fonds des suspensions de rachats.

Tableau 3 : Description des principaux types de supports

Placement	Encours	Agrément	Clientèle	Type
Produits considérés par les acteurs comme des FIA				
SCPI (Société Civile de Placement Immobilier)	68,2 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 (Organisme de Placement Collectif Immobilier)	13,1 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
Autre FIA (dont SCI)	13,7 Mds €	Non agréés	Majoritairement professionnelle	Ouverts aux rachats
Autre FIA en UC (dont SCI)	17,5 Mds €	Non agréés	SCI commercialisées via l'assurance-vie en unité de compte exclusivement	Ouverts aux rachats
FPS Immobiliers (Fonds Professionnels Spécialisés)	2,4 Mds €	Non agréés	Professionnels ou assimilés avec un ticket d'entrée de 100 k€ Possibilité de référencement en unités de compte	Tous types
OPPCI (Organisme Professionnel de Placement Collectif Immobilier)	49,7 Mds	Non agréés	Professionnels ou assimilés avec un ticket d'entrée de 100 k€ Impossibilité de référencement en unités de compte	Fermés en pratique : présence d'un mécanisme de plafonnement de rachats (<i>gates</i>) dès qu'ils atteignent 0,1 % de l'actif net

Légende : encours à fin juin 2024

⁷⁵ Voir l'article de l'ASPIM (2025a). [Les fonds immobiliers grand public – 4ème trimestre 2024.](#)

⁷⁶ Voir l'article de l'ASPIM (2025b). [Les fonds immobiliers grand public – 3ème trimestre 2024.](#)

⁷⁷ Les fonds immobiliers sont des fonds d'investissement alternatif (FIA) et sont couverts à ce titre par le *reporting* AIFMD. Dans le cadre de ce *reporting*, l'AMF reçoit différentes données (données sur les encours, actif net, expositions, etc.) portant sur les fonds gérés par des sociétés de gestion (SGP) françaises. Par conséquent, un fonds domicilié en France mais géré par une SGP étrangère ne sera pas couvert par ce *reporting*.

S'agissant de la gestion de la liquidité, à la suite des mesures incitatives prises par l'AMF⁷⁸ en 2022 et 2023, 66 % de l'encours des OPCVM et des fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) est désormais équipé de *gates* et 45 % d'outils anti-dilution. Des travaux sont en cours chez les acteurs du post-marché pour permettre l'activation d'outils de gestion de la liquidité à grande échelle. Sur le segment des fonds immobiliers (OPCI et OPPCI) et de capital investissement ouverts aux particuliers, le taux d'équipement en *gates* s'élève à presque 100% dans les prospectus. A fin mars 2025, nous comptabilisons 12 fonds immobiliers ayant activé un outil de gestion de la liquidité pour un encours total de 9,5 milliards d'euros.

Au-delà de l'incitation au déploiement d'outils de gestion de la liquidité, des évolutions réglementaires ont été entreprises afin de s'assurer, notamment, que les valorisations reflètent au mieux les conditions de marché (cf. Encadré 5) et un suivi rapproché est toujours opéré.

Encadré 5 : Évolutions réglementaires pour les SCPI

En réponse aux difficultés rencontrées par les fonds immobiliers depuis le retournement du marché immobilier en 2022, plusieurs ajustements du cadre réglementaire des SCPI ont été mis en œuvre en 2024 et 2025. Ces évolutions portent entre autres :

- sur la valorisation des SCPI : l'article L.214-109 du Code monétaire et financier impose désormais un arrêté et une publication des valeurs de réalisation et de reconstitution à la clôture de chaque exercice ainsi qu'à chaque situation intermédiaire (à chaque premier semestre de l'exercice);
- sur l'utilisation du « fonds de remboursement » : cette structure, qui vise à racheter les parts des investisseurs souhaitant récupérer leurs avoirs, peut être créée et dotée par décision de l'assemblée générale des associés. L'utilisation de ce fonds était vue comme contraignante car la reprise des sommes disponibles était de la compétence exclusive de l'assemblée générale des associés après rapport motivé de la société de gestion de portefeuille (SGP) et information préalable à l'AMF. L'utilisation de ce fonds de remboursement a été facilitée grâce à la modification de l'article 422-233 du règlement général de l'AMF. En effet, l'article dispose que l'utilisation des sommes disponibles dans le fonds de remboursement n'est plus subordonnée à l'accord donné dans le cadre de l'assemblée générale. Cependant, le rapport motivé de la société de gestion et l'information préalable de l'AMF seront toujours nécessaires pour utiliser les sommes présentes dans le fonds de remboursement.

Sans qu'il s'agisse d'une évolution réglementaire à proprement parler, il a aussi été clarifié la possibilité offerte aux SCPI de mettre en place un « mécanisme de compensation différée ». En effet, dans le cadre des SCPI, les retraits sont dits « compensés » : le retrait d'un investisseur peut s'effectuer s'il est compensé par une souscription. Les parts qui ne peuvent pas être compensées deviennent des parts en attente de cession. Dans la majorité des cas, la compensation a lieu mensuellement, c'est-à-dire que les retraits demandés pendant un mois ne peuvent être compensés que par des souscriptions ayant lieu le même mois. Une souscription qui a eu lieu le mois passé, par exemple, ne pourrait donc pas servir à compenser un retrait demandé sur mois courant. Étant donné que les souscriptions passées ne sont généralement pas investies rapidement dans l'achat de biens immobiliers, le mécanisme de compensation différée permet de compenser les parts en attente de cession avec des souscriptions effectuées par des investisseurs au cours des mois précédents. Ainsi, ce mécanisme donne plus de souplesse à la SCPI en ce qui concerne la gestion de leurs parts en attente de cession.

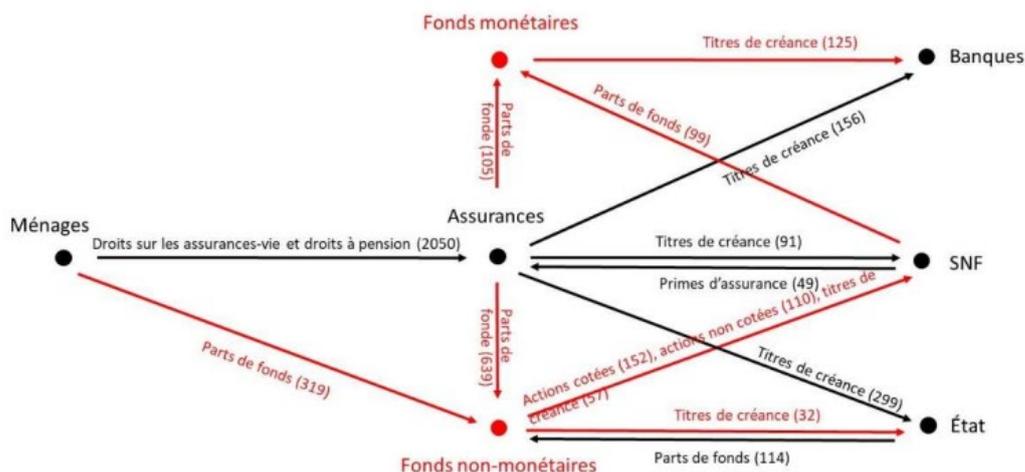
⁷⁸ Pour plus de détails, se reporter à la section 3.6 de la [Cartographie des marchés et des risques 2024](#).

3.5. GESTION D'ACTIFS ET INTERCONNEXIONS

L'étude des interconnexions entre les différentes institutions du système financier est nécessaire pour prévenir le risque systémique. En France, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) offre un cadre collaboratif propice à l'analyse trans-sectorielle permettant la production d'analyses détaillées combinant les bases de données et l'expertise des différentes autorités nationales⁷⁹. La dernière actualisation porte sur l'échéance de fin juin 2024, et a été présentée au HCSF lors de la séance de décembre dernier. La Banque de France⁸⁰ a d'ailleurs consacré le chapitre thématique de son Rapport sur la stabilité financière à la présentation de ces travaux⁸¹.

L'illustration 1 montre par exemple qu'au deuxième trimestre 2024, les parts de fonds monétaires sont détenues majoritairement par les assureurs (pour 105 milliards d'euros) et par des sociétés non-financières (SNF) (pour 99 milliards d'euros), tandis que les fonds d'investissement non-monnaïres attirent principalement les assureurs (pour 639 milliards d'euros) et les ménages (319 milliards d'euros).

Illustration 1 : le circuit financier français simplifié
(encours au T2 2024 en milliards d'euros entre parenthèses)



Source : Mouakil, Heipertz, Stojanovic, Guinouard (2024)

Côté actif, les intermédiaires financiers non-bancaires (ou *non-bank financial intermediaries*, NBFi - groupe d'acteurs comprenant, en France, majoritairement les fonds d'investissement et les assureurs) participent au financement de l'État et des sociétés non financières entre autres grâce à leur détention des titres émis par ces acteurs. Selon les estimations de la Banque de France, le financement issu du NBFi se situe à environ trois-quarts du financement bancaire en ce qui concerne l'État par exemple. En revanche, le poids du NBFi dans le passif bancaire est plus limité (environ 6 % en agrégé), même si certains sous-segments sont très présents (les fonds monétaires pour les titres de créance à court-terme, et les assureurs pour les obligations à moyen-long terme). Cependant, une analyse intégrant une identification plus fine des acteurs étrangers montre « l'importance des fonds d'investissement au passif des banques françaises puisqu'ils représentent 38 % des détentions de titres de créance des banques françaises par la zone euro ».

⁷⁹ Voir par exemple Benhami et al. (2018). [Les interconnexions entre le secteur de la gestion d'actifs français et le reste du système financier français](#). Voir aussi Chrétien et al. (2020). [Exposures through common portfolio and contagion via bilateral cross-holdings among funds, banks and insurance companies](#).

⁸⁰ Banque de France (2024). [Rapport sur la stabilité financière](#).

⁸¹ Pour une étude du système financier européen voir Andersen et Sánchez Serrano (2024). [A map of the euro area financial system](#).

Encadré 6 : Poids de l'assurance dans la distribution des fonds français

Parmi les investisseurs institutionnels, les assureurs occupent une place importante de par leur poids dans l'économie mais aussi par leur poids dans la commercialisation des fonds français.

La Banque de France⁸² indique qu'à fin 2024, les placements financiers des assureurs s'élevaient à environ 2 528 milliards d'euros (soit approximativement 90 % du produit intérieur brut – PIB – français⁸³), ce qui représente une hausse d'environ 60 milliards comparé aux niveaux atteints fin 2023. Selon les calculs de la Banque de France, cette hausse est expliquée à la fois par un effet valorisation (expliquant environ 60 % de l'augmentation des placements financiers) et par des flux entrants (représentant le reste de 40 % de l'augmentation).

Grâce aux données transmises à l'AMF par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), nous pouvons obtenir une estimation de la part que représentent les assureurs au passif des fonds à fin 2024⁸⁴. Le Tableau 4 décompose le nombre et l'encours total des titres d'OPC détenus par les assureurs français, selon le pays de domiciliation du fonds et la branche d'activité des assureurs.

Tableau 4 : 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	2 145	5 865	21 010	29 020	FR	32	252	298	582
LU	679	2 019	21 450	24 148	LU	7	43	92	142
IE	103	187	3 504	3 794	IE	4	8	7	19
Autres	50	123	1 134	1 307	Autres	1	7	5	13
ISIN Invalide	640	1 990	489	3 119	ISIN Invalide	7	58	15	80
Total	3 617	10 184	47 587	61 388	Total	51	368	417	836

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

En prolongement des résultats de l'année passée, la plupart des fonds d'investissement sont détenus dans le cadre de contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC). On compte en effet 47 587 classes de parts distinctes pour les UC, mais seulement 10 184 classes de parts pour le fonds euros (c.-à-d. les contrats à capital garanti) et 3 617 classes de parts pour la branche non-vie (par ex. assurances dommages). La détention d'OPC par les assureurs a augmenté de 25 milliards d'euros (3,1 %) en 2024 (passant de 811 milliards d'euros fin 2023, à 836 milliards d'euros fin 2024). Au sein du portefeuille d'OPC des assureurs, les fonds français continuent de représenter la part majoritaire (environ 70 %).

Les fonds détenus dans le cadre des contrats en euros et en UC (la branche « vie » de l'activité d'assurance) représentent environ 94 % du total. Si en 2023, les encours d'OPC détenus au titre du fonds euros et des unités de compte étaient presque équivalents (370 milliards d'euros et 389 milliards d'euros respectivement), en 2024 l'encours des OPC détenus en représentation des UC a crû plus vite grâce à la fois aux souscriptions nettes mais aussi à l'appréciation des supports. L'écart est désormais de 49 milliards d'euros contre 19 milliards d'euros une année auparavant.

Afin d'obtenir la part représentée par les assureurs dans les fonds français, nous croisons les ISIN présents dans les données ACPR avec les données de supervision de l'AMF (ROSA). 5 083 fonds français (soit 7 393 classes de parts) sont ainsi identifiés au portefeuille des assureurs, pour un encours cumulé d'environ 557 milliards d'euros à fin 2024⁸⁵. Le poids des assureurs au passif cumulé des fonds français à fin 2024 enregistre une légère baisse, s'établissant à 22,3 % fin 2024 comparé à 24 % fin 2023. Sur 5 083 fonds identifiés à fin 2024, 1 183 fonds (23,3 % de la population identifiée) présentaient un passif détenu à plus de 95 % par des assureurs français. Cette analyse contribue à améliorer le suivi de la gestion du risque de liquidité des fonds grâce à une identification des différentes typologies des investisseurs.

⁸² Banque de France (2025). [Placements des assurances 2024 Q4](#).

⁸³ Selon les données [Insee](#), le PIB français s'élevait à environ 2 922 milliards d'euros (prix courants) à fin 2024.

⁸⁴ 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.

⁸⁵ La différence entre ce chiffre et les 582 milliards reportés dans le Tableau 4 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).

L'étude de la Banque de France présente, par ailleurs, une vision dynamique du secteur financier depuis 1999. Elle montre ainsi que, contrairement à une tendance mondiale qui a vu la part de la finance non-bancaire s'accroître, le poids du NBF français est resté relativement stable sur les vingt-cinq dernières années grâce aussi à un développement proportionnel des autres acteurs (banques, sociétés non financières etc.). En revanche, il apparaît aussi que le secteur financier français est davantage connecté au NBF international.

Outre les interconnexions internationales induites par la détention d'actifs financiers étrangers, analysée par la Banque de France, il faut insister sur la nature transfrontière de l'activité de gestion d'actifs, en Europe en particulier. Les directives européennes et la consolidation du secteur ces dernières décennies ont fait émerger de grands groupes (généralement filiales de banques ou d'assurances) aux organisations complexes et dont les multiples filiales sont implantées dans plusieurs pays de l'union. Il n'est ainsi pas rare qu'une société de gestion d'un pays A domicilie un fonds dans un pays B, le commercialise dans le pays C, et en délègue les décisions de gestion à une filiale spécialisée d'un pays D. Ces structures peuvent compliquer la tâche des superviseurs qui n'ont qu'une vision partielle de l'activité (stratégie d'investissement, agrément, commercialisation, règles de bonne conduite, etc...).

Enfin, le développement de certains outils de transfert de risque entre les banques et les fonds (origination de prêts déléguée, *Significant Risk Transfers* – cf. Encadré 7) renforce mécaniquement les dépendances.

Dans le cadre de la [consultation ciblée concernant l'évaluation de l'adéquation des politiques macroprudentielles pour l'intermédiation financière non-bancaire \(NBF\)](#), la Commission européenne a posé une série de questions portant entre autres sur les vulnérabilités engendrées par les interconnexions du système financier. L'AMF, qui avait déjà publié en avril 2024 avec les régulateurs de marché italien, espagnol et autrichien⁸⁶, un papier de position pour renforcer le cadre macroprudentiel des gestionnaires d'actifs, en particulier au moyen d'une approche consolidée de la supervision (collèges de supervision), a répondu conjointement avec le Trésor à cette consultation qui a pris fin le 22 novembre 2024. L'AMF a ainsi exprimé son soutien à la proposition de la Commission de mise en œuvre de tests de résistance trans-sectoriels au niveau de l'Union européenne (*system-wide stress-tests*). De tels exercices permettraient en effet aux superviseurs et aux entités participantes de mieux comprendre le comportement des différents acteurs (banques et NBF) dans une situation de crise, l'interaction que ces différentes réactions peuvent avoir, les mécanismes et canaux de transmission des chocs, les sources de tension sur la liquidité, les hypothèses retenues par les différents participants, et les vulnérabilités des segments de marché.

En coopération avec la Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, l'AMF travaille d'ailleurs actuellement à l'élaboration et à la réalisation d'un tel stress test trans-sectoriel (intégrant les banques, les assureurs et les fonds) sur le marché français.

3.6. FONDS DE FINANCE PRIVÉE : UNE LÉGÈRE AMÉLIORATION EN 2024

3.6.1. Les fonds de *capital investissement* : une baisse des levées de fonds mais une augmentation des investissements et des cessions

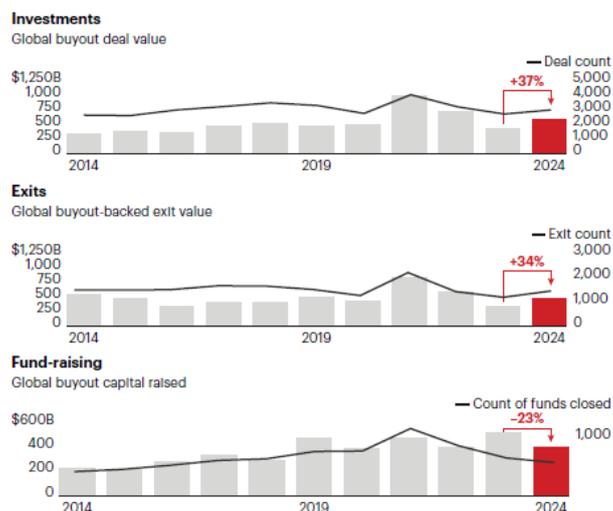
Au niveau mondial, les fonds de LBO (pour leveraged buy-out, catégorie majoritaire au sein des fonds de capital investissement) ont bénéficié d'un contexte économique plus favorable en 2024 (caractérisé par des taux d'intérêt en baisse) et ont vu leurs investissements et leurs cessions augmenter de plus de 30 % par rapport à 2023. Cependant, les levées de capitaux sont en baisse de 23 % sur un an, ce qui fait suite, selon Bain (2025)⁸⁷ à la diminution des sorties en capital (et donc des distributions versées aux investisseurs) après 2021. Les capitaux levés restant à investir (*dry powder*) des fonds baissent légèrement en 2024, passant de 1 300 milliards de dollars en 2023 à 1 200 milliards de dollars à fin 2024.

⁸⁶ AMF, CNMV, CONSOB, FMA (15 avril 2024). [A macroprudential approach to asset management](#).

⁸⁷ Bain (2025). [Global Private Equity Report 2025](#).

Même si les cessions ont augmenté en 2024, elles « ne suivent pas la taille de l'industrie » selon Bain (2025). Les introductions en bourse de sociétés par les fonds restent à des niveaux très faibles (6 % de la valeur des cessions), tandis que les cessions entre sponsors expliquent la croissance des cessions totales (les cessions entre sponsors ont crû d'environ 106 milliards de dollars en 2024 comparé à une hausse totale de cessions d'environ 118 milliards de dollars). En 2024, les fonds de LBO ont eu davantage recours à des modes de financement alternatifs (tels que les *continuation funds*⁸⁸ ou les « prêts sur NAV »⁸⁹), ce qui leur ont permis de dégager de la liquidité.

Graphique 86 : LBO : investissement, désinvestissement et levées de capital dans le monde
(milliards de dollars échelle de gauche, nombre d'opérations échelle de droite)



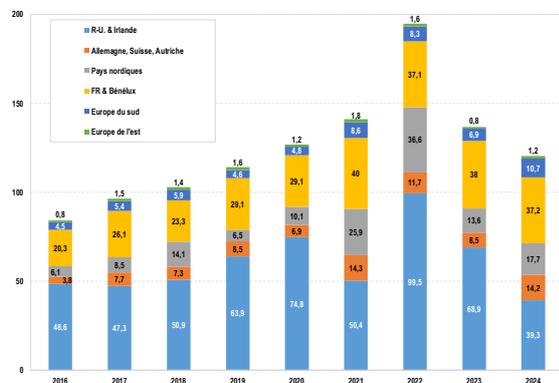
Notes : Investissements : sur la base de la date d'annonce des opérations. Exclut les fonds secondaires, les transactions de prêt-acquisition et les acquisitions d'actifs en faillite. Comprend les transactions annoncées, en attente ou en cours, les données pouvant être ajustées ultérieurement. Sorties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

En Europe, les indicateurs d'activité de l'association professionnelle Invest Europe (Graphique 88) montrent une situation contrastée selon les phases du cycle d'investissement des fonds de capital investissement : les levées de capital ont baissé d'environ 12 % en 2024, tandis que les investissements et les sorties en capital des fonds sont en hausse d'environ 24 % et 45 % respectivement par rapport à fin 2023. Cependant, cette amélioration de la situation ne profite pas à tous les types de fonds. En effet, la croissance des investissements est majoritairement expliquée par la hausse des investissements des LBO (les fonds *growth* et les autres fonds de capital investissement enregistrant même une baisse de leurs niveaux d'investissement). Une situation similaire se dessine aussi pour les sorties en capital.

⁸⁸ Les *continuation funds* sont des nouveaux fonds internes vers lesquels le transfert d'actifs s'opère et qui permettent le retrait de certains investisseurs et l'entrée d'autres. Selon Bain (2025), les encours de ces fonds se situent à 601 milliards de dollars en 2024 (en hausse par rapport aux 555 milliards de dollars enregistrés fin 2023).

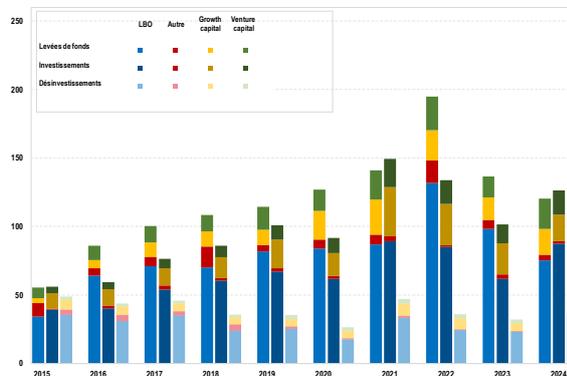
⁸⁹ Les prêts sur NAV consistent à faire des emprunts en gageant les parts de sociétés (en général très endettées) détenues par les fonds.

Graphique 87 : Levées de capital par zone géographique en Europe (milliards d'euros)



Source : Invest Europe, AMF

Graphique 88 : Levées de fonds, investissements et désinvestissements des fonds de private equity européens (milliards d'euros)



Source : Invest Europe, AMF

Au niveau français, l'encours des fonds juridiquement dédiés au capital investissement⁹⁰ augmente d'environ 5,3 % en 2024, passant d'environ 116 milliards d'euros fin 2023 à 122 milliards d'euros une année plus tard. L'encours des fonds professionnels a augmenté en 2024 : les FPCI continuent de représenter la catégorie majoritaire des fonds de capital investissement français (79,8 % du total), leur encours ayant enregistré une hausse d'environ 2,2 milliards d'euros (soit 2,3 %), tandis que l'encours des FPS dédiés au capital investissement augmente d'environ 19 %. Les fonds visant les particuliers font également état d'une hausse de leur encours total en 2024 (9,8 milliards d'euros fin 2023 versus 12,2 milliards fin 2024). Cette hausse d'encours s'explique par celle des FCPR qui s'établit à environ 2,9 milliards d'euros (soit 39,7 % de l'encours à fin 2023).

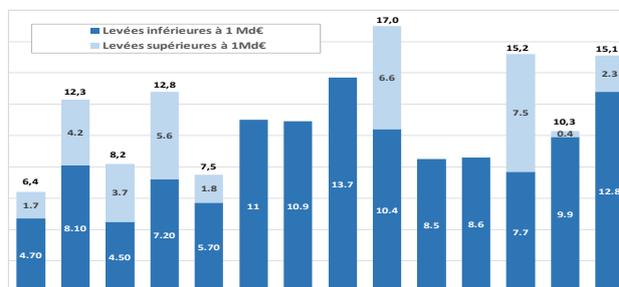
Les levées de capitaux des fonds du capital investissement français progressent en 2024, passant de 23,8 milliards en 2023 à 25,2 milliards d'euros en 2024 (soit une hausse de 6 % par rapport à l'année dernière). Selon une étude de France Invest – Grant Thornton⁹¹, cette hausse est portée par les investisseurs institutionnels. Cependant, le Graphique 90 montre que l'appétit des investisseurs particuliers pour cette classe d'actifs se confirme avec des montants investis par les investisseurs particuliers et les *family offices* en 2024 qui se situent à des niveaux proches de ceux de 2021 et 2022 à environ 4,7 milliards d'euros (contre 5,4 milliards d'euros en 2023 qui restait une année exceptionnelle).

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

	2023	2024	Structure (%)	24/23 (%)
Fonds professionnels :				
- de Capital Investissement (FPCI)	95,1	97,3	79,8	2,3
- Spécialisés (FPS)	9,3	11,1	9,1	19,4
Fonds Communs de Placement :				
- à risque (FCPR)	7,3	10,2	8,4	39,7
- en Capital Risque (FCPI)	2,5	2	1,6	-20,0
Fonds d'invest. De Proximité (FIP)	1,7	1,4	1,1	-17,6
TOTAL	115,9	122	100	5,3

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

Graphique 89 : Levées des fonds de capital investissement français (milliards d'euros)

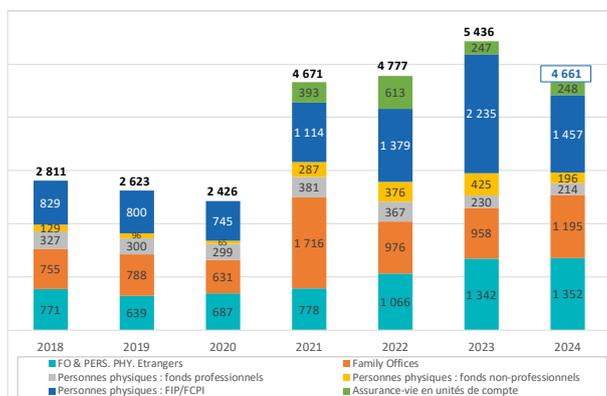


Source : France Invest

⁹⁰ Hors Sociétés de Libre Partenariat (SLP) dont les activités de capital investissement ne sont pas systématiquement identifiables, mais représentent plusieurs dizaines de milliards d'euros.

⁹¹ France Invest – Grant Thornton (2025). [Activité des acteurs du capital-investissement français](#).

Graphique 90 : Fonds de capital investissement français : souscriptions des personnes physiques et des family offices
(millions d'euros)



Source : France Invest. * 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 unités de compte (UC) s'effectuent également 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).

3.6.2. Les fonds de dette privée poursuivent leur croissance au niveau mondial, et les vulnérabilités persistent

Le marché de la dette privée continue son expansion⁹² malgré des niveaux élevés de taux d'intérêt. En effet, selon PitchBook (2025)⁹³, les encours gérés au niveau mondial (comprenant aussi la *dry powder*) sont en hausse sur le premier semestre 2024 (Graphique 91). Une dynamique similaire s'observe pour les fonds de dette ciblant les investisseurs particuliers (y compris les particuliers fortunés).

En France, selon une étude de France Invest et Deloitte (2025)⁹⁴, la collecte des fonds de dette d'entreprise a enregistré en 2024 une baisse de 21 % sur une année et se situe désormais à un niveau proche de 5,5 milliards d'euros contre environ 7 milliards d'euros à fin 2023 (Graphique 92). Selon la même étude, les fonds français de dette d'entreprise effectuent en 2024 des investissements qui se situent à des niveaux similaires à ceux enregistrés en 2023 (hors obligations relance⁹⁵), soit environ 11,6 milliards d'euros.

Même si l'encours géré par les fonds de dette privée est relativement limité à ce stade, leur importance dans le segment de la gestion d'actifs est en croissance. De plus, la surveillance des risques portés par ces fonds (risques de (pro)cyclicité liés à l'accumulation d'effets de levier sur toute la chaîne d'investissement, risques découlant des interconnexions entre la finance privée et les banques et assurances⁹⁶) est rendue difficile par les problèmes liés à leur identification. En effet, l'identification de ces fonds n'est pas facilitée par l'absence d'un *reporting* réglementaire spécifique aux fonds de dette privée et par la flexibilité accordée par les enveloppes juridiques employées⁹⁷.

⁹² Des facteurs plus structurels jouent aussi un rôle dans cette progression du marché de la dette privée. Parmi ces facteurs, Pitchbook (2025) mentionne le retrait des financements bancaires et la demande robuste de financement de la part des compagnies de taille moyenne (*middle-market companies*).

⁹³ PitchBook (2025). Global Private Debt Report.

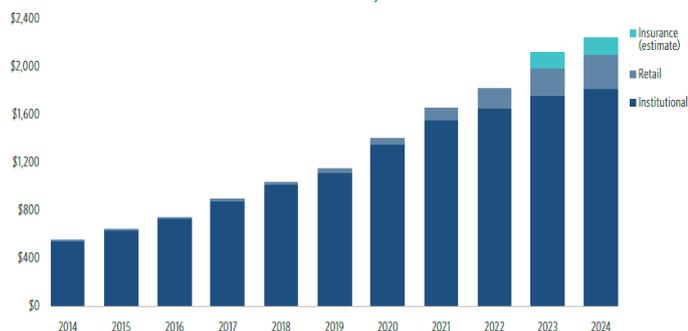
⁹⁴ France Invest, Deloitte (2025). [Activité des fonds de dette privée en France](#).

⁹⁵ Les obligations relance constituent des instruments de financement exceptionnels qui pouvaient être distribués jusqu'à fin 2023. Ces obligations permettaient aux acheteurs (souvent des fonds d'investissement) de bénéficier d'une garantie de l'État permettant de couvrir jusqu'à 30 % des premières pertes subies.

⁹⁶ Voir la section 3.7.2 de la [Cartographie des marchés et des risques 2024](#) pour une analyse détaillée de ces risques.

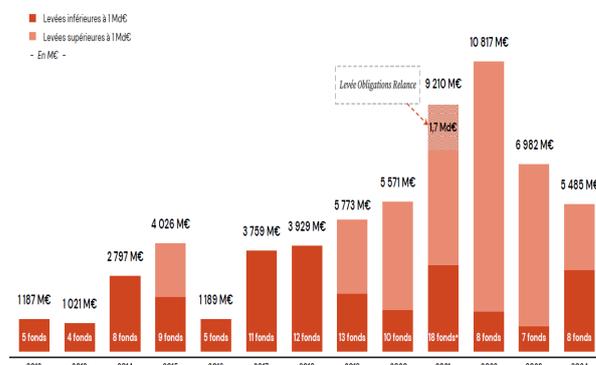
⁹⁷ Comme par exemple les sociétés de libre partenariat (SLP) ou bien les fonds professionnels spécialisés (FPS) en France.

Graphique 91 : Fonds de dette privée : encours gérés* (en milliards USD)



Source : PitchBook (2025) * Encours sous gestion et dry powder, encours 2024 à mi année

Graphique 92 : Levées de fonds français de dette d'entreprise (en millions d'euros)



Source : France Invest, Deloitte

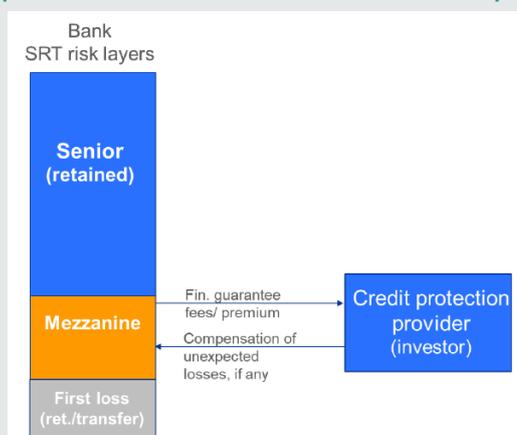
Encadré 7 : Le Significant Risk Transfer (SRT) : interconnexions entre les banques et la finance privée

Avec l'adoption et la mise en place des réglementations bancaires plus sophistiquées, les banques ont dû revoir à la hausse leurs exigences en fonds propres. Cependant, des cadres légaux permettant une réduction des capitaux propres requis contre un transfert de risque significatif existent dans la législation bancaire. Ainsi, le SRT fait partie du cadre réglementaire de l'Union européenne depuis 2006⁹⁸, après l'adoption de l'accord Bâle II.

Le transfert de risque peut avoir lieu soit à travers une titrisation classique (lorsque les crédits disparaissent du bilan bancaire au profit de leur vente à un *special purpose vehicle* (SPV)) soit par la mise en place d'une transaction synthétique qui permet à la banque de retenir les actifs dans son bilan mais qui transfère les risques de crédit afférents vers des investisseurs. Cependant, ces transactions synthétiques doivent respecter des règles quantitatives et qualitatives afin de permettre à la banque de bénéficier de la réduction des fonds propres requis (Gonzalez et Triandafil (2023)⁹⁹).

Dans une transaction de titrisation synthétique (SRT synthétique), l'investisseur assure la banque contre le risque de crédit afférent à un portefeuille de crédits déterminé contre le paiement d'une prime par la banque. En fonction de sa qualité, l'investisseur peut être obligé de déposer auprès de la banque une garantie sous forme d'espèces ou d'actifs liquides que la banque peut utiliser lorsque le portefeuille de crédits assuré fait défaut. Cependant, selon Gonzalez et Triandafil (2023) d'autres structures existent, dans lesquelles les banques ou bien des SPV vendent des *credit-linked notes* (CLN) auprès des investisseurs.

Graphique 93 : Exemple de structure d'une transaction de titrisation synthétique sans garantie



Source : Gonzalez et Triandafil (2023)

⁹⁸ Directive 2006/48/EC du Parlement Européen et du Conseil du 14 juin 2006 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice.

⁹⁹ Gonzalez et Triandafil (2023). [The European significant risk transfer securitisation market.](#)

Le marché des SRT synthétiques a fortement crû ces dernières années : en utilisant une base de données réglementaire disponible à la BCE, Gonzales et Triandafil (2023) estiment qu'à fin 2022 le volume de transactions des SRT synthétiques se situait à environ 145 milliards d'euros (en forte croissance par rapport aux environ 80 milliards d'euros enregistrés fin 2021). Les fonds d'investissements représentent les principaux investisseurs dans le marché de SRT. En effet, les auteurs précisent que les fonds de dette spécialisés dans les transactions SRT représentent 45 % du marché SRT.

Si les transactions de SRT synthétiques présentent des avantages tant pour les banques (optimisation du capital réglementaire) que pour les investisseurs (niveaux de rentabilité, bénéfices liés à la diversification) il est important de souligner qu'elles peuvent présenter aussi des risques. En effet, le FMI (2024)¹⁰⁰ soulève entre autres le fait que « bien qu'il soit raisonnable d'imposer des charges de capital plus faibles au niveau des banques compte tenu du transfert de risque, l'arbitrage réglementaire intersectoriel peut réduire les réserves de capital dans le système financier au sens large alors que les risques globaux restent largement inchangés ». De plus, les transactions SRT pourraient aussi augmenter les interconnexions entre différents types d'acteurs dans le système financier ce qui pourrait s'avérer problématique en cas de stress de marché. L'absence de données disponibles sur ces transactions rend l'étude de ce marché et des éventuelles interconnexions très difficile. Une analyse détaillée de ces risques par les régulateurs est donc nécessaire.

3.6.3. Valorisation et performance des fonds de finance privée

Une valorisation juste des fonds de finance privée est cruciale étant donné le caractère potentiellement ouvert des fonds, la nature illiquide des actifs sous-jacents, mais aussi les éventuels conflits d'intérêt qui peuvent exister entre les différentes parties prenantes¹⁰¹.

Les régulateurs ont récemment porté une attention particulière à cette thématique, ce qui a abouti à la publication de plusieurs analyses détaillant les pratiques de valorisation des fonds de finance privée et leur performance. En janvier 2025, l'AMF a publié une étude sur la performance des fonds d'actifs non cotés commercialisés à des clients non professionnels¹⁰². Les résultats de cette analyse montrent que les performances de ces fonds diffèrent selon leurs caractéristiques (fonds ouverts aux rachats ou non, montant des frais, etc.), et les catégories juridiques. De plus, le choix concernant la libération du capital (en plusieurs appels progressifs ou en un appel unique) influence la performance du fonds. En effet, les investisseurs particuliers investissent généralement dans le non-coté en un seul versement, et non comme les institutionnels via des décaissements progressifs de la *dry powder*. Or ces appels de fonds échelonnés permettent au fonds de maximiser son taux de rendement interne et d'afficher de meilleures performances (les capitaux levés non investis, qui ne rapportent rien, ne sont pas pris en compte)¹⁰³. Dans ce contexte, l'AMF souligne que « les performances des fonds d'actifs financiers non cotés destinés à des clients particuliers ne peuvent pas être assimilés par défaut à l'historique des performances des fonds professionnels ». Par conséquent, « le discours commercial et les supports utilisés lors de la commercialisation de fonds d'actifs financiers non cotés adressés à des clients non-professionnels doivent tenir compte de leurs caractéristiques spécifiques ».

Début mars 2025 la Financial conduct authority (FCA) a publié ses conclusions¹⁰⁴ concernant les techniques de valorisation des fonds de finance privée. Si le régulateur britannique a trouvé « de nombreux exemples de bonnes pratiques dans les processus d'évaluation des entreprises », il a également émis certaines recommandations portant entre autres sur :

- le niveau d'indépendance et d'expertise dans les processus de valorisation. En effet, la FCA a trouvé des cas dans lesquels les entreprises n'ont pas été en mesure de détailler les caractéristiques des actifs, les modèles de valorisation et les changements d'hypothèses sous-jacentes à la valorisation. De plus, dans certains cas, les professionnels d'investissement représentaient la majorité ou la totalité des voix lors des votes dans les comités de valorisation. Dans ce contexte, la FCA attend des entreprises « qu'elles

¹⁰⁰ IMF (Octobre 2024). Global Financial Stability Report – Box 1.1. Synthetic Risk Transfers: Managing Risks or Creating New Ones ?

¹⁰¹ Voir la [Cartographie 2024 des marchés et des risques](#) (pages 104 et 105) pour une description des techniques de valorisation des actifs des fonds de dette privée.

¹⁰² AMF (2025). [Étude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients particuliers.](#)

¹⁰³ France Invest (2024). [Performance nette des acteurs français du capital-investissement.](#)

¹⁰⁴ FCA (2025). [Private market valuation practices.](#)

déterminent si leurs fonctions d'évaluation et les membres votants de leurs comités de valorisation jouissent d'une indépendance suffisante pour permettre et garantir un contrôle efficace et l'intervention d'experts » ;

- l'établissement d'une approche de valorisation *ad hoc* des actifs (qui se ferait pendant des environnements spécifiques de marché). En effet, la FCA considère que pour limiter le risque d'une non actualisation des valorisations (*stale pricing*) les gestionnaires devraient mettre en œuvre des processus de valorisation *ad hoc* de leurs actifs en détaillant « *les seuils et les types d'événements qui déclencheraient des évaluations ad hoc* » ;
- la documentation et l'identification de certains conflits d'intérêt liés à la valorisation des actifs.

En ce qui concerne ce dernier point plus particulièrement, la FCA mentionne, par exemple, l'importance de la valorisation pour les fonds ouverts aux souscriptions et aux rachats. Le régulateur précise « *qu'avec des évaluations périodiques et fondées sur le jugement, le risque de préjudice et de conflit entre les nouveaux investisseurs, les investisseurs sortants et les investisseurs restants est plus élevé, ces derniers pouvant effectuer des transactions à des prix qui ne reflètent pas toujours la valeur des investissements du fonds* ». Dans ce contexte, la FCA s'attend à ce que les entreprises examinent le degré d'importance des conflits d'intérêts liés à la valorisation. Si ces conflits d'intérêt s'avèrent être significatifs, les gérants doivent les documenter et préciser les mesures prises pour les gérer et les limiter.

Le risque de valorisation dans le cadre de fonds ouverts investis dans des actifs illiquides est d'autant plus important que nous constatons un développement de ces fonds¹⁰⁵ favorisé aussi par des évolutions réglementaires récentes.

En effet, l'ESMA a été chargée de rédiger des normes techniques de réglementation visant à établir les conditions que les fonds ouverts d'octroi de prêts doivent respecter¹⁰⁶. La Directive (UE) 2024/927¹⁰⁷ impose que les fonds d'octroi de prêt soient fermés par défaut, mais prévoit la possibilité pour ces fonds d'avoir une structure ouverte si le gestionnaire du fonds est « *en mesure de démontrer aux autorités compétentes de son État membre d'origine que le système de gestion du risque de liquidité du FIA est compatible avec sa stratégie d'investissement et sa politique de remboursement* ».

De plus, les évolutions réglementaires (la loi industrie verte en France¹⁰⁸ ou bien la nouvelle réglementation ELTIF traitée dans l'Encadré 8) encouragent la distribution de ces fonds auprès d'une clientèle de détail, ce qui pose la question de la bonne compréhension des risques par ces derniers.

¹⁰⁵ Ainsi, les fonds *evergreen* domiciliés en France ont vu leur encours augmenter de 1,4 milliards fin 2021 à 4,3 milliards deux ans plus tard.

¹⁰⁶ L'ESMA a publié un [papier de consultation](#) concernant les normes techniques de réglementation (RTS) pour les fonds ouverts d'octroi de prêt. La fin de la période de consultation est le 12 mars 2025.

¹⁰⁷ [Directive \(UE\) 2024/927](#) du Parlement Européen et du Conseil du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs.

¹⁰⁸ L'article 35 de la Loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte prévoit l'obligation d'intégrer une part d'investissement en titres non cotés (e.g. *private credit/equity*) dans la gestion pilotée selon des modalités fixées par [arrêté](#).

Encadré 8 : Les risques à surveiller pour les *European long term investment funds* (ELTIF2)

La publication des [normes techniques de réglementation \(RTS\)](#) au Journal Officiel de l'Union européenne le 25 octobre 2024 vient compléter le règlement ELTIF2 entré en application le 10 janvier de la même année. Ces RTS établissent, entre autres, les exigences relatives à la politique de remboursement et aux outils de gestion de la liquidité (*liquidity management tools*, ou LMT) d'un ELTIF.

Traditionnellement, les fonds ELTIF sont des fonds fermés aux souscriptions et aux rachats en raison de leur investissement dans des actifs illiquides. Cependant, une dérogation, qui existait déjà dans le règlement ELTIF1¹⁰⁹ autorise la création de fonds ELTIF ouverts, qui permettent donc aux investisseurs d'acheter ou de demander le rachat de leurs parts pendant la durée de vie du fonds. Ainsi, des fonds ELTIF ouverts (avec une durée de vie limitée), voire des fonds ELTIF ouverts *evergreen* (c'est-à-dire n'ayant pas de durée de vie) peuvent toujours être créés. Dans ce cadre, les RTS visent d'une part à clarifier l'implémentation de la dérogation autorisant les rachats pour les ELTIF ouverts et d'autre part à définir les limites de remboursement qui leur sont applicables.

Avec le nouveau règlement ELTIF2, la Commission européenne a pour ambition d'élargir la distribution de ces fonds, en ciblant aussi les investisseurs individuels. En effet, un certain nombre de règles ont été assouplies par rapport au règlement initial (comme, par exemple, la suppression du minimum d'investissement initial de 10 000 euros¹¹⁰), tout en continuant de permettre aux fonds labélisés ELTIF commercialisés auprès des investisseurs de détail de bénéficier d'un passeport européen. Selon le registre ESMA (consulté fin avril 2025), 104 des 186 fonds ELTIF agréés en Europe (55 fonds sur les 104 fonds bénéficient du label ELTIF2 car ils ont été agréés après 2024) s'adressent à une clientèle de détail uniquement ou en complément d'une clientèle professionnelle. Dans ce contexte, l'établissement d'exigences claires relatives à la politique de remboursement est nécessaire.

Principales règles prévues par les RTS ELTIF2 relatives à la politique de rachat et aux LMT :

- la mise en place d'une période de détention minimale pour l'investisseur est choisie de manière discrétionnaire par le gestionnaire en prenant en compte un ensemble d'éléments¹¹¹. La période de détention minimale n'est pas obligatoire ;
- lorsque les remboursements ont lieu plus fréquemment qu'une fois par trimestre, le gestionnaire de l'ELTIF justifie auprès de l'autorité compétente le caractère approprié de cette fréquence de remboursement et sa compatibilité avec les différentes caractéristiques de l'ELTIF (article 5(4)) ;
- lorsque le délai de préavis de l'ELTIF, y compris sa prolongation éventuelle, est inférieur à trois mois, le gestionnaire de l'ELTIF en informe l'autorité compétente, en indiquant les raisons de ce délai de préavis plus court, et explique en quoi il est compatible avec les différentes caractéristiques de l'ELTIF (article 5(8)) ;
- le gérant peut aussi adopter s'il le souhaite au moins un outil de gestion de liquidité anti-dilutif et/ou d'autres outils de gestion de la liquidité (article 5(9))¹¹² ;
- le gestionnaire calibre le pourcentage maximal de rachat à une date donnée selon, au choix :
 - la fréquence de rachat et le préavis de rachat de l'ELTIF (Annexe I) ; ou
 - la fréquence de rachat et le pourcentage minimum des actifs liquides du fonds (Annexe II).

Le pourcentage maximal de rachat s'applique à la poche d'actifs liquides, à savoir la somme des actifs éligibles au titre de la directive OPCVM et des flux de trésorerie attendus sur une base prudente sur une période de 12 mois¹¹³.

Cependant, malgré la définition des règles portant sur la politique de rachat et les LMT des fonds labélisés ELTIF2, des points de vigilance demeurent dans la mesure où un certain nombre de caractéristiques de ces fonds peuvent comporter des risques et ne pas être compatibles avec les attentes des investisseurs de détail.

Risque de mauvaise commercialisation pour les investisseurs

Même si la commercialisation des fonds ELTIF est subordonnée à la mise en place d'une évaluation d'adéquation faite conformément à la directive MiFID II, certaines règles auxquelles ces fonds doivent se soumettre sont potentiellement

¹⁰⁹ En effet, l'article 18(2) du [règlement initial ELTIF](#) prévoyait déjà la possibilité pour les investisseurs d'effectuer des rachats avant la fin de vie du fonds.

¹¹⁰ Voir l'encadré 6 « Point d'attention sur les ELTIF 2.0 » dans la [cartographie des marchés et des risques 2023](#) pour une discussion des règles assouplies.

¹¹¹ Voir article 3(1) pour la liste contenant l'intégralité des éléments que le gérant doit prendre en considération s'il souhaite établir une période de détention minimale.

¹¹² Il est important de noter que les fonds ELTIF doivent aussi se conformer à la révision de la directive AIFM qui impose l'adoption obligatoire d'au moins deux LMT parmi une liste (composée de *gates*, l'extension du préavis de rachat, frais de liquidité, *swing pricing*, *dual pricing*, droits ajustables et rachats en nature) après avoir pris en compte leur stratégie d'investissement. Cependant, l'adoption obligatoire d'au moins deux LMT reste à examiner car les *gates* sont déjà imposées en pratique aux ELTIF ouverts (grâce à l'établissement d'un pourcentage maximal de rachat), tandis que par exemple les fonds ayant opté pour l'Annexe I peuvent déjà imposer des préavis de rachat.

¹¹³ Le gestionnaire de l'ELTIF ne tient compte que des flux de trésorerie positifs attendus pour lesquels il peut démontrer qu'il existe un degré élevé de certitude qu'ils se concrétisent. Le gestionnaire de l'ELTIF ne considère pas comme des flux de trésorerie positifs attendus la possibilité pour l'ELTIF de lever des capitaux au moyen de nouvelles souscriptions.

difficilement compréhensibles pour un investisseur particulier. En effet, la structure semi-liquide de ces fonds rend, par exemple, la politique de remboursement complexe¹¹⁴. Dans le cas d'un fonds *evergreen*, un investisseur ne pourrait racheter que partiellement ses parts si les demandes de rachat sont supérieures au plafond maximal de rachat (les demandes de rachat étant honorées au prorata des demandes totales¹¹⁵). Cependant, dans certains cas, il est aussi possible que l'investisseur se retrouve bloqué dans le fonds. En effet, étant donné que le plafond maximal de rachat est calculé en appliquant un pourcentage maximal à la poche d'actifs liquides du fonds, si la poche liquide venait à être épuisée, alors aucun rachat ne serait plus autorisé. Tant qu'une poche d'actifs liquides n'est pas reconstituée, l'investisseur pourra se retrouver bloqué dans le fonds de manière indéfinie. Il est important de savoir que pour un gestionnaire de fonds ELTIF calibrant le pourcentage maximal de rachat selon l'Annexe I, aucun pourcentage minimum d'actifs liquides ne lui est imposé par la législation¹¹⁶. Il peut donc choisir d'avoir une poche faible d'actifs liquides, mais en contrepartie il ne pourra accepter qu'un pourcentage limité de rachats.

Risques liés à un non-alignement du profil de liquidité à l'actif et au passif du fonds

Les actifs non cotés ou cotés mais d'une capitalisation boursière de moins de 1,5 milliard d'euros dans lesquels les fonds ELTIF investissent représentent des titres peu liquides, pour lesquels il n'est pas aisé d'obtenir une valorisation juste surtout en période de tensions sur le marché. Ainsi, la valorisation de ces actifs peut ne pas refléter les mouvements de marché et ne pas s'ajuster rapidement. Ceci est particulièrement problématique lorsque le fonds autorise les demandes de souscriptions ou de rachats et que la fréquence de valorisation n'est pas alignée sur la fréquence de remboursement au passif du fonds¹¹⁷.

En période de stress par exemple, un investisseur averti peut demander le rachat de ses parts avant que le prix de la part ne soit mis à jour et n'intègre la correction de marché. Dans le cas des ELTIF ouverts, le profil de liquidité du fonds peut se déformer substantiellement s'il utilise sa poche d'actifs liquides pour rembourser les investisseurs sortants. Si le fonds ne procède pas à des cessions d'actifs moins liquides (potentiellement problématiques en période de crise), la poche d'actifs liquides va se réduire, au détriment des investisseurs restant dans le fonds¹¹⁸. Lors de la prochaine fenêtre de liquidité, le fonds pourra offrir un moindre niveau maximal de rachat, ce qui va rapprocher le fonds d'une situation où il ne pourra plus du tout répondre aux demandes de remboursement¹¹⁹.

Lors de la commercialisation d'un fonds ELTIF, il est donc important de s'assurer que les investisseurs ont bien compris les règles gouvernant la politique de rachat et de souscription applicables à ces fonds et que le profil de liquidité du fonds correspond aux profils et aux besoins des investisseurs. Le risque de mauvaise commercialisation est présent si un fonds est distribué comme étant un fonds ouvert tandis qu'il ne l'est que sous certaines conditions bien précises. De même, les potentiels distorsions du profil de liquidité du fonds induites par la possibilité des rachats posent des problèmes de traitement équitable des investisseurs.

¹¹⁴ En effet, le pourcentage maximal de rachat est défini par les RTS et dépend des caractéristiques propres à chaque fonds. Il dépend aussi de l'annexe à laquelle le fonds a choisi de se conformer : Annexe I ou II. À titre d'exemple, pour un fonds Annexe I sans préavis de rachat, avec une fréquence de remboursement trimestrielle et dont la poche d'actifs liquides se situe à 25 % du portefeuille total, le pourcentage maximal de rachat trimestriel sera de $25\% \times 10\%$ soit 2,5 %.

¹¹⁵ Conformément à l'article 18(2)(e) du [règlement ELTIF](#).

¹¹⁶ En revanche, pour un gestionnaire de fonds ELTIF calibrant le pourcentage maximal de rachat selon l'Annexe II, un pourcentage minimum d'actifs liquides (qui diffère cependant en fonction de la fréquence de remboursement) est prévu par les RTS. À titre d'exemple, un fonds ayant une fréquence de remboursement d'un mois ou moins doit détenir une poche minimale d'actifs liquides de 25 % du portefeuille total. Selon le tableau fourni pour l'Annexe II, le pourcentage maximal de rachat mensuel sera de $20\% \times 25\%$ soit 5 %. Dans le cas où le pourcentage minimal d'actifs liquides n'est pas respecté, le gérant prend les mesures nécessaires pour le reconstituer « tout en maintenant la capacité des investisseurs à obtenir le remboursement de leurs parts ou actions, en tenant dûment compte des intérêts des investisseurs dans l'ELTIF » (article 5(7)).

¹¹⁷ Or le règlement ELTIF 2, ne dispose pas de règles stipulant les fréquences auxquelles les valorisations doivent être faites. De même, il n'impose pas une valorisation liée à la fréquence de rachat. Cependant, étant donné que les fonds ayant un label ELTIF sont des fonds d'investissement alternatif (FIA), ils doivent se soumettre aux règles de valorisation spécifiées dans le règlement AIFMD. Par exemple l'article 72 du [règlement délégué](#) impose un calcul du prix de la part « lors de chaque émission, souscription, remboursement ou annulation de parts ou d'actions, et en tout cas une fois par an », tandis que l'article 71 du même règlement délégué précise que « le gestionnaire veille à ce que tous les actifs détenus par le FIA soient évalués correctement, à leur juste valeur ».

¹¹⁸ Dans le cas d'un fonds ELTIF sous Annexe II, il devra vendre des actifs moins liquides afin de reconstituer la poche liquide du portefeuille (ce qui pourrait avoir des effets néfastes en période de crise) ou bien accepter d'avoir une poche d'actifs liquides moindre mais à une fréquence de remboursement plus espacée. À titre d'exemple, pour un fonds Annexe I sans préavis de rachat, avec une fréquence de remboursement mensuelle et dont la poche d'actifs liquides se situe à 10 % du portefeuille total, le pourcentage maximal de rachat mensuel sera de $8,3\% \times 10\%$ soit 0,83 % (8,3 % étant le pourcentage qui apparaît dans le tableau explicatif de l'Annexe I et qui correspond à un fonds avec une fréquence de remboursement mensuelle et une poche liquide de 10 %). Cependant, sous l'hypothèse que la valorisation du portefeuille n'a pas changé d'un mois à l'autre et que le fonds a utilisé sa poche d'actifs liquide pour rembourser les investisseurs sortants du fonds, alors le pourcentage maximal de rachat du mois suivant tombera à 0,76 % ($8,3\% \times (10\% - 0,83\%)$).

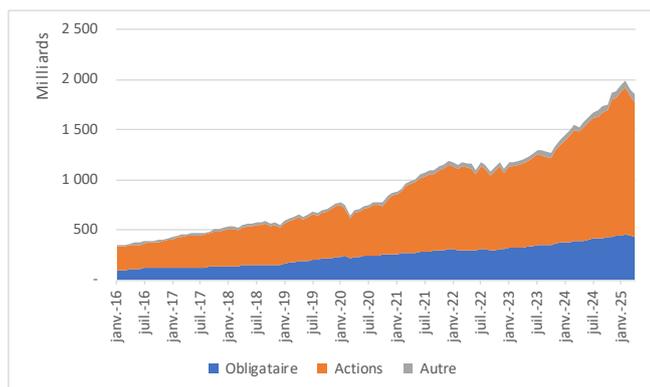
¹¹⁹ Le fonds pourrait suspendre ses rachats ou mettre en place des *gates*.

3.7. ETF : UN MARCHÉ EN FORTE CROISSANCE EN 2024

Au cours de l'année 2024, les fonds cotés en Bourse (en anglais *exchange traded funds* (ETF))¹²⁰ ont vu leur encours croître d'environ 36 % au niveau mondial (soit environ 3 687 milliards d'euros) par rapport à fin 2023. Ceci représente la plus forte hausse depuis celle de 2021, ce qui porte le poids de l'encours mondial d'ETF (environ 13 900 milliards d'euros) sur celui des fonds d'investissement hors ETF (environ 57 200 milliards d'euros) à 24,3 % (+3,75 points de pourcentage par rapport à fin 2023).

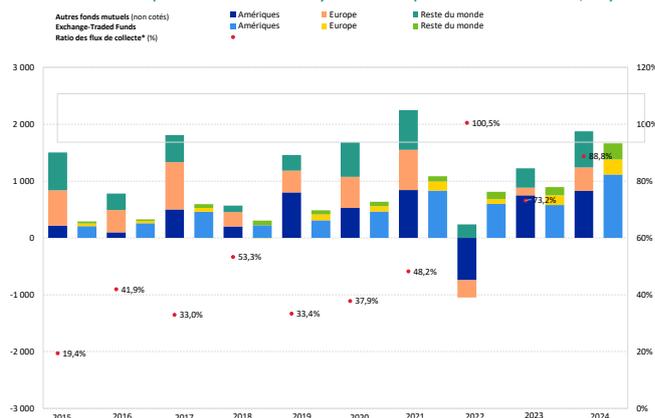
La collecte représente 45 % (1 665 milliards d'euros) de la hausse des encours mondiaux d'ETF et cette collecte se concentre sur les ETF américains (1 117 milliards d'euros, soit 67 % du total). La collecte des ETF européens est également en croissance (260 milliards d'euros en 2024 contre 170 milliards d'euros en 2023) et le fort effet valorisation dont ils ont bénéficié (expliquant 85 % de la hausse des encours) leur permet de dépasser ainsi pour la première fois le seuil de 2 000 milliards d'euros. Ainsi, entre fin 2016 et fin 2024, les ETF européens ont enregistré une croissance de leur encours d'environ 350 %. En termes de répartition géographique, le marché est assez concentré : selon les données EFAMA, environ 72 % des encours européens à fin 2024 appartiennent aux fonds domiciliés en Irlande et 20 % au Luxembourg. Avec environ 47 milliards d'euros d'actifs nets, les ETF domiciliés en France représentent seulement 2 % du marché des ETF européens.

Graphique 94 : Encours des ETF domiciliés en Europe (milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)



Source : Morningstar, AMF

Graphique 95 : ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux (milliards d'euros) et ratio (échelle de droite, %)



Source : EFAMA

Depuis le début de l'année 2025, les incertitudes liées à la solidité de l'économie américaine couplées à celles liées à la politique tarifaire de l'administration Trump ont fait baisser la performance des actions américaines au profit de celle des actions européennes. Entre fin 2024 et le 1^{er} avril 2025 (veille du « *Liberation Day* »¹²¹), l'indice S&P 500 a perdu environ 4,2 %, tandis que l'indice Eurostoxx 50 a gagné environ 8,2 %. Dans le même temps, les investisseurs ont opéré des changements dans leur portefeuille d'ETF qui semblent refléter les incertitudes et les moindres performances des actions américaines.

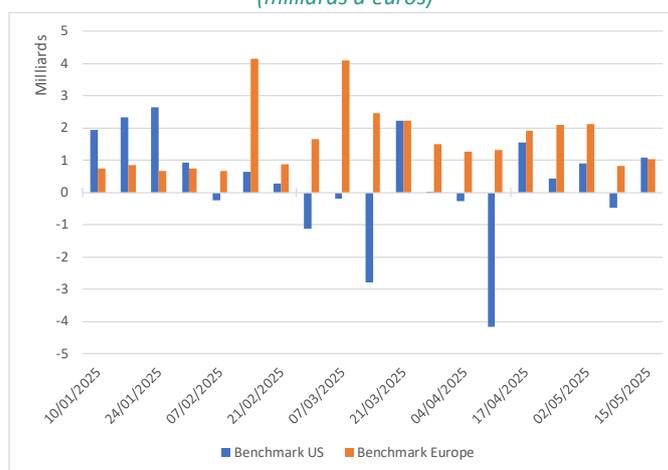
Afin d'analyser ces mouvements de portefeuille des investisseurs, nous considérons les ETF actions domiciliés en Europe au sens large (incluant le Royaume-Uni et la Suisse). Nous distinguons les ETF actions qui suivent un indice actions européen de ceux qui suivent un indice actions américain. Au début de notre analyse (10 janvier 2025), les ETF ayant un *benchmark* actions américain avaient plus d'actifs sous gestion (584 milliards d'euros) que les ETF suivant un *benchmark* actions européen (253 milliards d'euros). Le Graphique 96 montre les flux nets de collecte hebdomadaire des ETF actions domiciliés en Europe. Nous observons que, jusqu'à fin janvier 2025, les ETF

¹²⁰ Concept statistique harmonisé de l'IIFA/EFAMA qui couvre les fonds de gestion collective régulés ouverts au public (c'est-à-dire agréés par les autorités compétentes et publiant un prospectus) comprenant avant tout des *mutual funds* américains (*Investment Company Act*) et des OPCVM européens.

¹²¹ Le 2 avril 2025, le président des États-Unis a annoncé la mise en place d'importants droits de douane applicables à une majorité des pays du monde.

investissant dans des actions américaines ont attiré plus de flux que les ETF suivant un benchmark européen, ce qui s'inscrit dans une tendance de plus long-terme, dans laquelle les investisseurs préféraient les actions américaines aux actions européennes. Cependant, à partir de fin janvier 2025, cette tendance semble s'être inversée au profit des ETF suivant des indices européens. En effet, ces fonds ont enregistré chaque semaine des flux entrants qui dépassent les flux des ETF ayant des benchmarks américains. Cette préférence des investisseurs s'est également confirmée pendant la période de baisse généralisée des marchés à la suite des annonces du président Trump. Ainsi, entre le 7 et le 11 avril 2025, les ETF européens suivant un indice américain ont enregistré des flux négatifs d'environ 4,2 milliards d'euros, tandis que les flux des ETF européens suivant un indice européen s'établissaient à environ 1,3 milliard d'euros.

Graphique 96 : Flux nets de collecte hebdomadaire des ETF actions domiciliés en Europe selon le type d'indice suivi (milliards d'euros)



Source : Morningstar, AMF

Les professionnels s'attendent à ce que les encours des ETF augmentent également à l'avenir. Selon une enquête de PwC¹²², 61 % des répondants s'attendent à ce que l'encours des ETF européens atteigne au moins 4 000 milliards d'euros avant mi-2029. Cette hausse des encours serait principalement expliquée par un intérêt croissant des investisseurs particuliers pour les ETF. En effet, une distribution par des canaux simplifiés (par exemple, via les *neo-brokers*), ainsi que le développement des plans d'épargne ETF¹²³ (surtout en Allemagne) pourraient attirer encore plus d'investisseurs particuliers vers ces produits.

3.7.1. Les ETF actifs continuent d'attirer les investisseurs...

En prolongement de la tendance observée l'année passée, les ETF actifs ont vu leurs encours augmenter en 2024 grâce à une collecte en hausse (7,7 % de la collecte des ETF européens contre 4,6 % en 2023 selon Morningstar¹²⁴). Désormais les ETF actifs représentent 2,5 % de l'encours d'ETF européens. Cependant, les ETF actifs sont davantage développés aux États-Unis où ils représentent environ 8 % de l'encours géré par les ETF.

Les ETF actifs sont amenés à se développer en Europe grâce à des initiatives réglementaires ou législatives. En France, l'AMF a allégé, le 5 juin 2024, les obligations de transparence de portefeuille pour les ETF actifs¹²⁵. Ainsi, les ETF à gestion active peuvent désormais rendre public leurs portefeuilles à une moindre fréquence (pour les acteurs autres que les *teneurs de marché* et les participants autorisés). Cependant, ils doivent publier le portefeuille au moins tous les mois, avec un délai maximum d'un mois.

¹²² PwC (2025). [ETFs 2029: The path to \\$30 trillion](#).

¹²³ Un plan d'épargne est un ordre permanent pour l'achat régulier de fonds négociés en bourse (ETF) à un montant prédéterminé. Le montant investi dans ces plans d'épargne ETF a crû de 15 milliards d'euros fin 2023 à 17,6 milliards fin 2024 selon un document de l'[extraETF Research](#).

¹²⁴ Morningstar (2025). [European ETFs attract record inflows in 2024](#).

¹²⁵ Voir la Recommandation AMF 2024-04. [Mise en Œuvre d'un Régime de Transparence Différenciée des Portefeuilles pour les ETF à Gestion Active](#).

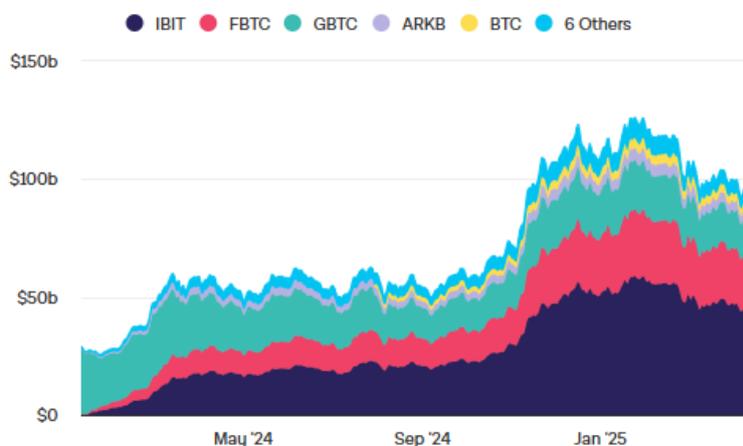
Au Luxembourg, la taxe d'abonnement¹²⁶ (qui ne s'appliquait pas aux ETF passifs mais qui continuait d'exister pour les ETF actifs) a été supprimée par le Parlement à compter du 1^{er} janvier 2025 pour les ETF actifs. De plus, le régulateur national (la Commission de surveillance du secteur financier, CSSF) a également allégé les obligations de transparence de portefeuille en alignant ces obligations sur celles nouvellement proposées par l'AMF.

De son côté, le régulateur irlandais (la Banque centrale d'Irlande, ou CBI) a modifié les règles concernant l'appellation « UCITS ETF » pour les fonds qui offrent à la fois des parts ETF et des parts non cotées. Auparavant, les fonds qui remplissaient ce critère devaient inclure dans leur nom l'appellation « UCITS ETF ». Les obligations de transparence incombant aux parts cotées devaient aussi s'appliquer aux parts non cotées. Désormais, les [Q&A UCITS de la CBI](#) spécifient que l'appellation « UCITS ETF » n'est obligatoire qu'au niveau de la part du fonds qui est cotée. Ainsi, la CBI aligne ses règles avec celles établies par la CSSF.

3.7.2. ...ainsi que les ETP Bitcoin

L'encours mondial des ETP¹²⁷ Bitcoin a continué de croître en 2024, passant d'environ 29 milliards de dollars le 11 janvier 2024 à environ 110 milliards de dollars à fin 2024 (+279 % sur un an). Cette hausse est expliquée à la fois par un effet flux et par un effet valorisation. Le prix du Bitcoin a de fait plus que doublé dans l'intervalle, passant de 46 368 dollars le 11 janvier 2024 à 93 429 dollars fin 2024. Pour autant, les souscriptions expliquent la majorité de cette hausse, soit environ 52 milliards. L'engouement des investisseurs pour cette classe d'actifs se confirme donc après l'admission à la négociation par la SEC en janvier 2024 d'ETP Bitcoin au comptant. En Europe, l'offre de ces produits commence à se développer. En effet, BlackRock a annoncé le 25 mars 2025 le lancement de son ETP bitcoin au comptant (iShares Bitcoin ETP) domicilié en Suisse mais autorisé par le régulateur de marché allemand (BaFin). Au 23 mai 2025 ce produit avait un encours d'environ 301 millions de dollars.

Graphique 97 : Encours mondial d'ETP Bitcoin au comptant (milliards de dollars)



Source : The Block, Trackinsight. Notes : i) Titre de Trackinsight: "Spot bitcoin ETF AUM". BlackRock (IBIT), the Grayscale Bitcoin Trust (GBTC), Grayscale Bitcoin Mini Trust ETF (BTC), Fidelity (FBTC), Ark Invest/21Shares (ARKB). La catégorie 6 ("Others") inclut Bitwise (BITB), Franklin (EZBC), Invesco/Galaxy (BTCO), VanEck (HODL), Valkyrie (BRRR) and WisdomTree (BTCW).

¹²⁶ La taxe d'abonnement est une taxe payable à l'État chaque trimestre et qui représente 0,05 % des actifs nets.

¹²⁷ Les ETP (pour *Exchange-Traded Products*) sont des produits cotés en bourse. La catégorie d'ETP regroupe plusieurs produits, tels que les fonds d'investissement (OPCVM et FIA) et des produits prenant la forme juridique d'un titre de dette : ETN (*Exchange-Traded Notes*), ETC (*Exchange-Traded Commodities*), et autres produits structurés cotés.

Encadré 9 : Point d'attention sur le développement des stratégies alternatives

Les stratégies alternatives semblent être au cœur des nouvelles tendances du marché des ETP.

Aux États-Unis, en effet, nous constatons le développement depuis plusieurs années de CLO ETF (pour *Collateralized Loan Obligations* ETF) qui sont des fonds exposés aux titrisations de prêts aux entreprises permettant d'espérer un meilleur rendement en contrepartie d'une prise de risque accrue. Une enquête du cabinet PwC¹²⁸ précise que l'encours de ces CLO ETF a été multiplié par cent en 5 ans, passant d'environ 236 millions de dollars en 2020 à plus de 22,5 milliards de dollars à fin 2024. Le marché en Europe n'en est encore qu'à ses débuts avec le lancement d'un premier CLO ETF¹²⁹ en septembre 2024. Cependant, le marché européen est en croissance avec plusieurs lancements et annonces faits par les gestionnaires d'actifs.

Un autre marché en développement est celui des *defined outcome* ETF (ou *buffer ETF*). Ces ETF structurés, qui utilisent des options dans le cadre de leur stratégie d'investissement permettent aux investisseurs de bénéficier de pertes limitées en cas de baisse de marché (c'est-à-dire que les pertes ne peuvent pas dépasser un certain seuil). En contrepartie, les gains possibles sont aussi plafonnés. La taille mondiale de ce marché est estimée à environ 45 milliards de dollars¹³⁰. Une enquête de BBH¹³¹ constate l'intérêt des investisseurs pour cette classe de produits :

Tableau 6 : Intentions d'investissement par catégorie d'ETF

Which of the following ETF strategies do you plan to invest in over the next 12 months?				
	TOTAL	US	Europe	Greater China
Defined outcome ETFs (Buffered ETFs)	29%	27%	30%	29%
Fixed income	29%	28%	30%	27%
Cryptocurrency	27%	26%	30%	26%
Commodity	22%	27%	22%	19%
Dividend/Income	22%	25%	20%	23%
Sector or thematic equity exposure	18%	19%	18%	18%
Multi-asset	18%	13%	18%	22%
Leveraged/Inverse	16%	18%	18%	11%
Liquid alternatives	14%	14%	10%	18%

Source: BBH (2025). *Global ETF Investor Survey*.

Nous constatons également un intérêt croissant des acteurs à rendre compatibles les marchés de finance privée (fonds de capital investissement et fonds de dette privée) avec les structures de produits cotés en bourse (ETP). Cependant, l'équation entre l'illiquidité inhérente des actifs non cotés et la liquidité offerte par les produits listés reste difficile à résoudre. À ce stade, l'offre inclut des produits visant une exposition aux marchés de la finance privée à travers des titres cotés (avec par exemple des ETF de capital investissement qui investissent dans des actions de sociétés de capital investissement qui elles sont cotées¹³²), mais des produits plus complexes commencent à apparaître, tel que le fonds SPDR SSGA IG Public & Private Credit ETF lancé aux États-Unis le 26 février 2025 suite à un partenariat entre State Street et Apollo Global Securities. Ce fonds, à prédominance obligataire peut cependant investir dans une multitude de titres, mais les instruments de dette privée constitueront généralement entre 10 et 35 % du portefeuille du fonds¹³³. Ces instruments de dette privée peuvent contenir à la fois des actifs de sociétés identifiées par Apollo (titres AOS) ou bien des actifs de sociétés identifiées par des tiers. Apollo s'engage à fournir de manière journalière des offres de rachat fermes et exécutables pour les titres AOS. Si le fonds veut vendre les titres de dette privée AOS, Apollo s'engage également à les racheter à la cotation déjà proposée¹³⁴.

Cependant, dès le 27 février 2025, le régulateur américain (la *Securities and Exchange Commission*, SEC) a envoyé [une lettre](#) décrivant plusieurs points problématiques concernant entre autres la liquidité des titres. Grâce à la fourniture par Apollo d'une offre de rachat ferme et exécutable pour les titres AOS, ces titres ne seraient plus considérés par le fonds comme étant illiquides. Avec ce mécanisme, le fonds peut éliminer les titres AOS de la poche illiquide du portefeuille, ce

¹²⁸ PwC (2025). [ETFs 2029: The path to \\$30 trillion](#).

¹²⁹ Il s'agit du Fair Oaks AAA CLO coté à la bourse de Luxembourg.

¹³⁰ EY (2025). [How ETF trends are shaping market growth and innovation for 2025](#).

¹³¹ BBH (2025). [Global ETF Investor Survey](#).

¹³² Comme par exemple le fonds [Invesco Global Listed Private Equity ETF](#).

¹³³ Selon le [prospectus du fonds](#).

¹³⁴ S'il le souhaite, Apollo peut aussi acheter des actifs de sociétés identifiés par des tiers. Le fonds peut aussi vendre les titres AOS à d'autres contreparties.

qui lui permettrait de respecter le seuil maximal d'actifs illiquides de 15 % imposé par la SEC aux fonds ouverts. Cependant, le caractère liquide de ces titres dépend de la capacité d'Apollo à leur fournir une cotation et dans sa lettre, la SEC considère que ce n'est pas suffisant de disposer d'offres de rachats fermes et exécutable pour les titres AOS pour ne plus considérer ces titres comme étant illiquides. De plus, il s'est avéré plus tard que [l'obligation contractuelle](#) de rachat par Apollo des titres de dette privée mis en vente par le fonds ne concerne pas toute la poche des actifs proposés par Apollo, mais un plafond de 25 % de ces actifs et sous réserve d'un plafond hebdomadaire mobile égal à 50 %.

En conclusion, même si le fonds existe actuellement et qu'il est échangé sur le marché (la taille du fonds atteignant 54 millions de dollars à la mi-avril), son mode de fonctionnement pourrait être revu étant donné que la discussion entre la société de gestion et la SEC se poursuit. Cet exemple reflète la difficulté à concevoir des ETP portant sur des titres de finance privée. En effet, l'illiquidité de ces titres, couplée à la problématique de leur juste valorisation rend l'exercice complexe. Les investisseurs de détail devraient être parfaitement informés par rapport aux risques encourus avec ces produits.



ÉPARGNE DES MÉNAGES

SYNTHÈSE

En 2024, le taux d'épargne des ménages français est en hausse significative (atteignant près de 19 % du revenu disponible brut, ou RDB). L'épargne financière représente désormais plus de la moitié des flux d'épargne (11 % du RDB), ce qui est tout à fait notable (elle était stable autour d'un tiers avant la pandémie). Les flux de placements se sont concentrés tout particulièrement sur l'assurance vie en 2024. *A contrario*, avec l'amorce de la baisse des taux, l'épargne réglementée n'a pas collecté autant qu'en 2023.

Selon les sondages réalisés pour l'AMF, les intentions de souscription de placements en actions atteignent un niveau record en 2024, à 30 %. Cela pourrait indiquer une volonté des ménages de prendre davantage de risques sur les marchés pour constituer une épargne de long terme.

Les données de *reporting* des transactions mettent en lumière une légère hausse de la négociation en actions. La croissance de l'activité sur les fonds cotés sur indices (*Exchange traded funds* en anglais ou ETF) est en revanche très prononcée. Contrairement aux années passées, elle semble moins orientée sur les ETF aux stratégies complexes (inverses et avec effet de levier). Les chiffres indiquent un intérêt très élevé pour une exposition internationale, en particulier américaine (au travers du S&P 500). La hausse du trading sur les ETF est portée par les investisseurs les plus jeunes et conduit à une hausse de la part de marché des *neobrokers* sur ce segment.

L'attrait pour les crypto-actifs reste prononcé (8 % de la population française en détiendrait), mais les particuliers français semblent bien identifier les risques, puisqu'ils le considèrent comme le produit de placement le plus risqué. La volatilité des cours est très forte et les particuliers cherchant des gains à court terme doivent faire très attention au *timing* d'investissement.

Les risques liés à l'exposition des particuliers aux réseaux sociaux sont élevés. L'investissement financier est devenu une thématique récurrente des réseaux sociaux, et des influenceurs se spécialisent sur ces thématiques. Cela soulève la question fondamentale de la perception des avis, opinions, recommandations, conseils en investissements etc. par les particuliers. Certaines catégories de la population (celle des plus jeunes) semblent particulièrement influençables.

Enfin, les arnaques sont de plus en plus nombreuses. En 2024, les signalements à l'AMF concernaient pour une grande partie les arnaques sur crypto-actifs et ont, fréquemment, menées à des usurpations d'identité, rendues plus convaincantes et industrialisées à grande échelle grâce au développement de l'intelligence artificielle.

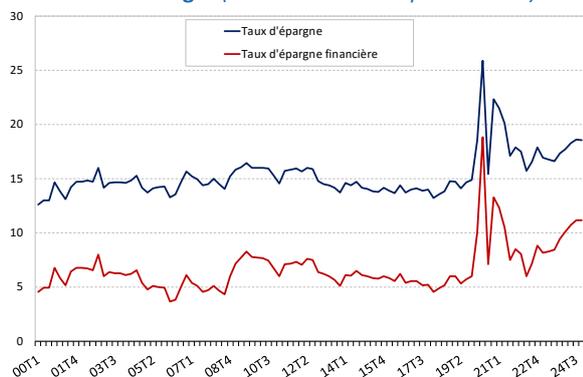
4.1. CADRAGE MACRO-FINANCIER

4.1.1. Taux d'épargne des ménages français

Le taux d'épargne des ménages français a augmenté en 2024, s'établissant à 18,6 % au dernier trimestre, un niveau qui n'avait pas été observé depuis le deuxième trimestre 2021, en fin de crise Covid, et qui se situe bien au-dessus des niveaux prévalant avant la crise pandémique. Le taux d'épargne français reste parmi les plus élevés d'Europe derrière l'Allemagne, à plus de 20 % et en hausse sur l'année également. Au sein de la zone euro, les dynamiques ont été hétérogènes en 2024. Les taux d'épargne espagnol et italien ont ainsi baissé au dernier trimestre, respectivement à 13,4 % et 11,2 %, et s'éloignent un peu plus des taux français et allemand.

La hausse du taux d'épargne s'est accompagnée d'une préférence marquée pour l'épargne financière : le taux d'épargne financière des ménages français a bondi à 11,2 % au dernier trimestre 2024, un niveau très supérieur à la moyenne des dix dernières années (autour de 7,6 %). Dans le détail, il a augmenté de 18 % entre fin 2023 et fin 2024, contre 7 % « seulement » pour le taux d'épargne totale. En conséquence, les ménages français allouent une part croissante de leur épargne aux placements financiers (qui représentent plus de la moitié des flux désormais).

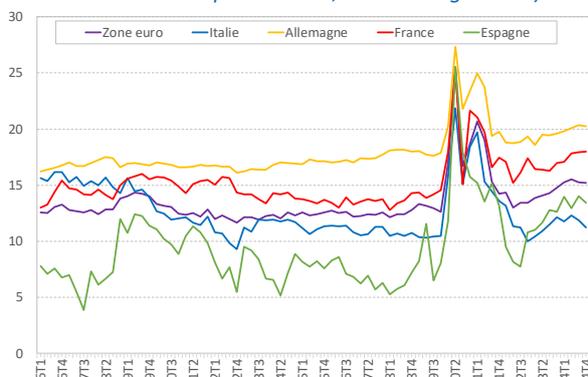
Graphique 98 : Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages (en % du revenu disponible brut)



Source : comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.

Note : ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (EI et ISBLM)

Graphique 99 : Taux d'épargne des ménages par pays (en % du revenu disponible brut, sur 4 trim. glissants)



Source : comptes nationaux. Note : entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages incluses.

□ Les motifs de précaution semblent dominer

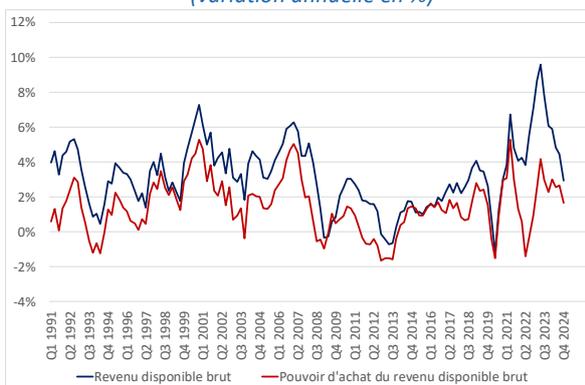
Économiquement, l'épargne correspond à une consommation différée : les ménages choisissent de mettre de côté une partie de leur revenu pour pouvoir la mobiliser à une date ultérieure (éventuellement augmentée d'intérêts) par exemple en prévision de dépenses importantes. L'épargne peut ainsi servir à lisser la consommation dans le temps et maintenir un niveau de vie lorsque les revenus baissent (par exemple, à la retraite). Au-delà des variations de revenu qui peuvent être anticipées, l'épargne peut aussi permettre de faire face à des aléas moins prévisibles (chômage, réparations urgentes, maladies, soutien aux proches). On parle alors d'épargne de précaution. Chaque ménage est concerné à des degrés divers, en fonction de ses caractéristiques propres. Toutefois, au niveau agrégé, les évolutions de l'épargne de précaution sont régies par les chocs externes qui viennent affecter la probabilité d'occurrence des aléas, et la confiance dans l'avenir. Il ressort de la comparaison des Graphique 100 et Graphique 101 qu'en dépit d'une inflation contrôlée et ramenée à sa cible en 2024, la progression du pouvoir d'achat des ménages ralentit et que l'indicateur synthétique de confiance des ménages n'est toujours pas revenu à son niveau d'avant crise Covid. Cela peut s'expliquer par l'instabilité politique et la dégradation du déficit public qui a pu laisser présager des hausses d'impôts à venir¹³⁵.

Graphique 100 : Confiance des ménages



Source : INSEE, enquête de conjoncture. Note : mesure par analyse factorielle (composante commune) de 8 soldes d'opinion : niveau de vie et situation financière personnelle passées et futures, capacité d'épargne actuelle et future, chômage, opportunité de faire des achats importants. Une opinion positive accroît l'indicateur.

Graphique 101 : Revenu disponible, et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation (variation annuelle en %)



Source : INSEE, calculs AMF.

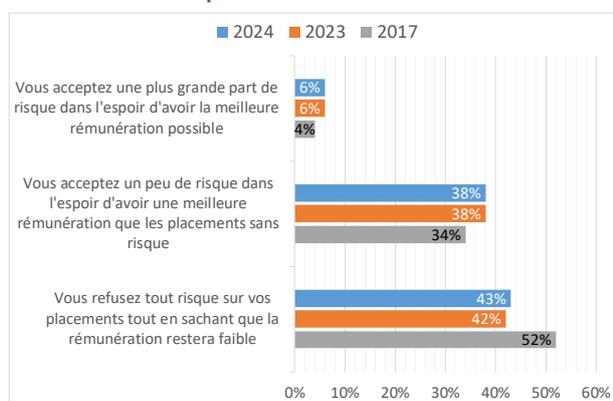
¹³⁵ En vertu du principe d'équivalence ricardienne, les ménages augmentent leur épargne prévisionnelle par anticipation d'une hausse des impôts à venir en conséquence de la hausse des déficits publics.

□ Préférences pour le risque : des intentions d'investissements records

L'allocation de l'épargne des ménages repose sur un équilibre entre recherche de rendements réels à long terme et maîtrise du niveau de risque. L'appétence pour le risque dépend de nombreux critères tels que la perception des risques économiques, sociaux et financiers (récession, perte d'emploi, anticipations d'inflation et de taux d'intérêt, valorisation des actifs notamment) ou encore les besoins de liquidité. Ces caractéristiques semblent également empreintes de spécificités géographiques liées en particulier aux modèles de financement des systèmes sociaux (chômage, retraite). Les ménages européens, et plus particulièrement français, disposent d'une épargne très élevée (15,2 % et 18,6 % du revenu annuel respectivement fin 2024) et ont généralement tendance à préférer les placements liquides, au risque faible mais peu rémunérateurs. Le patrimoine financier net des ménages français est, en effet, composé à 42 % de numéraires et dépôts. À l'inverse, les ménages américains, malgré un taux d'épargne structurellement plus faible (3,7 % fin 2024)¹³⁶, sont beaucoup plus présents sur les marchés boursiers : ils acceptent de s'exposer à davantage de risques pour bénéficier de rendements plus élevés. Le rapport sur la compétitivité (2024) dirigé par Mario Draghi estime que ces différences de comportement peuvent contribuer à expliquer que le patrimoine des ménages américains aurait augmenté trois fois plus que celui des ménages européens depuis 2009.

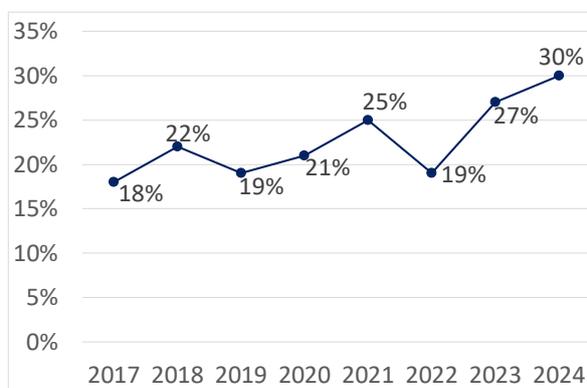
Le Baromètre de l'épargne et de l'investissement 2024¹³⁷, publié par l'AMF en janvier 2025, met toutefois en lumière des signes d'évolution du rapport des ménages français au risque : si 43 % des ménages sondés refusent toujours tout risque pour leurs placements (une fraction conséquente et stable depuis 2021), ils sont de moins en moins nombreux, puisqu'ils étaient 52 % à refuser tout risque en 2017 (année du premier Baromètre). Face à eux, la part des ménages ouverts au risque est passée de 38 % à 44 % sur les huit dernières années¹³⁸. La tendance semble bénéficier aux placements en actions puisque 30 % des répondants déclarent avoir l'intention d'acheter des titres de capital dans les douze prochains mois, un niveau record et en nette progression par rapport à 2017 (18 %).

Graphique 102 : Confiance des ménages envers les placements en action



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2024

Graphique 103 : Intention de souscription de placements en actions



¹³⁶ Le taux d'épargne du revenu disponible des ménages américains était de 3,7 % au quatrième trimestre 2024 selon le *Bureau of Economic Analysis*. En moyenne depuis 2005 il est de 5,8 %.

¹³⁷ [Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2024](#). Les résultats présentés sont basés sur une enquête réalisée en octobre 2024.

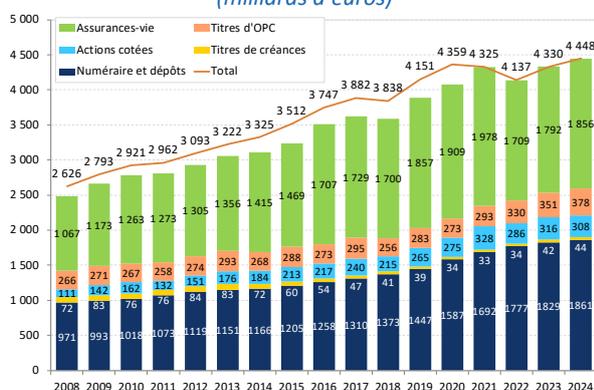
¹³⁸ Les ménages restants, (13 %) de l'échantillon, ne se sont pas prononcés sur cette question.

4.1.2. Évolution de l'allocation de l'épargne en 2024

□ Évolution du patrimoine financier des ménages

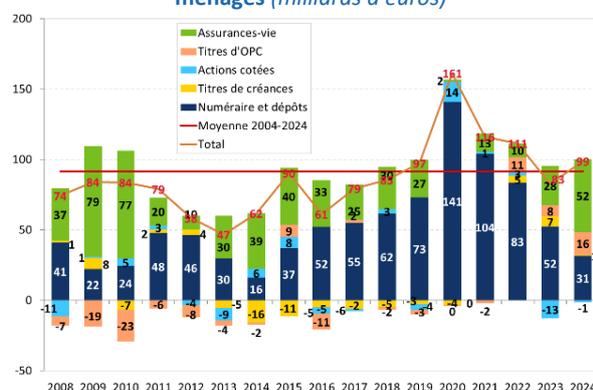
En 2024, le patrimoine financier des ménages a atteint un nouveau record à 4 448 milliards d'euros (en hausse de 2,7 % par rapport à fin 2023). Ce montant est de 89 milliards d'euros supérieur au précédent pic enregistré de 2020. Pour la première fois depuis 2015, l'assurance-vie supplante le poste « numéraire et dépôts » en tant que principale destination des flux de placements, avec 52 milliards d'euros d'investissements, c'est plus de la moitié des flux nets placés par les ménages en 2024, à savoir 99 milliards d'euros. Les flux d'épargne sur les supports bancaires, qui avait été plébiscités dans le contexte de remontée des taux, en 2022 et 2023, mais aussi au sortir de la crise pandémique, ont décliné pour s'établir à 31 milliards d'euros en 2024. La baisse des principaux taux de placement en dépôt bancaire, à l'exception des comptes à terme de plus de 2 ans, en mars 2025 par rapport à 2024 (Tableau 8) peuvent expliquer un attrait plus modéré pour ces placements et la recherche d'une épargne plus rémunératrice.

Graphique 104 : Patrimoine financier net des ménages (milliards d'euros)



Source : Banque de France, comptes nationaux, base 2020, AMF.
Note : ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif à leur service.

Graphique 105 : Flux de placements financiers des ménages (milliards d'euros)



Source : Banque de France, calculs IEM Finance.

Les chiffres de la comptabilité nationale indiquent enfin que les ménages ont investi 16 milliards d'euros en parts de fonds en 2024. Toutefois ces données, estimées et non pas collectées directement comme les placements bancaires et assurantiels, doivent être interprétées avec prudence.

□ Assurance-vie : une collecte positive en 2024

Au sein de l'assurance-vie, on distingue deux types de contrats : d'une part les contrats « en euros », qui offrent à l'assuré une protection du capital, et les contrats « en unités de compte », dont la valeur est indexée sur celle d'une sélection de supports de placements proposée par l'assureur. Dans le premier cas, l'assureur assume le risque de marché et s'engage à restituer le capital à l'assuré (augmenté de son rendement). Dans l'autre, c'est l'assuré qui supporte le risque de marché associé à la valorisation des supports sous-jacents (le plus souvent des parts de fonds d'investissement). Dans un cas comme dans l'autre en revanche, l'assureur doit en principe assurer la liquidité du placement, puisque la loi l'oblige à honorer les demandes de rachats dans un délai ne pouvant excéder deux mois (Article [L.132-21](#) du Code des Assurances).

Tableau 7 : Structure de l'investissement en fonds des assureurs français à fin 2024

	Branche non vie	Branche vie			Total généra
		Contrats en euros	Unités de compte	Total	
Fonds actions	7,6	71,2	161,7	232,9	240,5
Fonds diversifiés	8,6	61,3	112,3	173,6	182,3
Fonds obligataires	11,4	78,7	60,7	139,4	150,8
Fonds monétaires	7,1	48,4	29,9	78,3	85,4
Immobilier	5,8	44,8	24,4	69,3	75,1
Private Equity	6,2	40,6	5,6	46,3	52,5
Hedge funds	0,7	2,0	4,6	6,6	7,3
Autres	2,7	22,7	17,7	40,4	43,2
Total	50,2	369,8	416,9	786,7	836,9

Source : Reporting ACPR, calculs AMF.

Tableau 8 : Rémunération des dépôts et livrets des ménages français

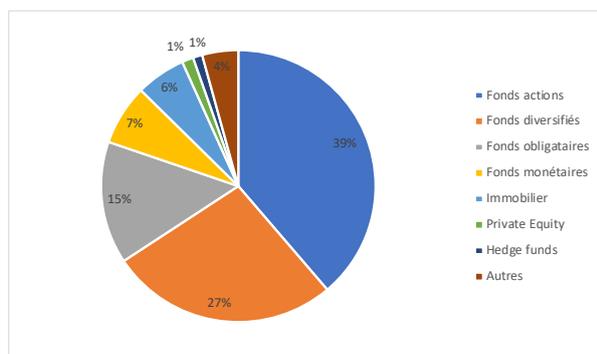
	Encours (Mds €)		Taux de rémunération		
	mars-25	mars-24	janv-25	févr-25	mars-25
Dépôts bancaires des ménages	1 875	1,88	1,86	1,63	1,56
dont: - dépôts à vue	542	0,07	0,06	0,06	0,05
- comptes à terme ≤ 2 ans	84	3,57	2,98	2,92	2,86
- comptes à terme > 2 ans	101	2,14	2,35	2,37	2,35
- livrets à taux réglementés	719	3,18	3,07	2,49	2,49
dont: livret A	403	3,00	3,00	2,40	2,40
- livrets ordinaires	216	0,91	0,90	0,87	0,84

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.

Les unités de compte, qui mobilisent peu de capital réglementaire puisque le risque de marché est porté par le souscripteur, ont été fortement promues par les réseaux de distribution (d'autant plus facilement que les rendements du fonds euro se sont étioyés sur toute la décennie 2010). Selon les données de France Assureurs, les provisions mathématiques d'assurance atteignent 1 928 milliards d'euros fin 2024, dont 584 milliards d'euros pour les unités de compte. Les *reportings* transmis à l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) permettent d'identifier 417 milliards d'euros d'unités de compte dont les supports sont des fonds d'investissement (soit 71 % des provisions mathématiques), et d'étudier plus finement la répartition de ces supports par grandes classes d'actifs. Ainsi, les fonds actions représentent 39 % des OPC supports d'UC, suivis par les fonds diversifiés (27 %), les fonds obligataires (15 %), les fonds monétaires (7 %) et les fonds immobiliers (6 %).

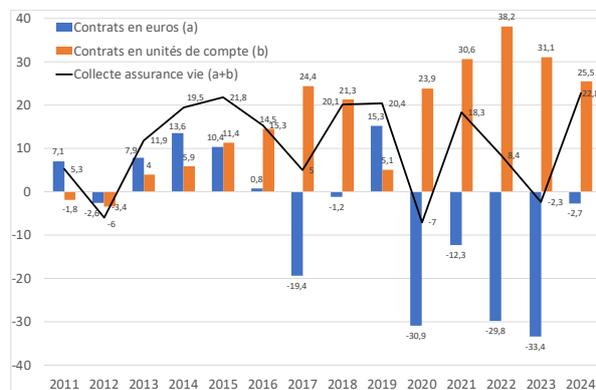
Soulignons ici que ces chiffres montrent que l'investissement des ménages en parts de fonds via l'assurance-vie est du même ordre de grandeur que leur détention de parts de fonds en direct (378 milliards d'euros selon les comptes nationaux).

Graphique 106 : Structure du portefeuille des unités de compte des assureurs français à fin 2024



Source : Reporting ACPR, calculs AMF.

Graphique 107 : Collecte nette annuelle par type de support¹³⁹ (milliards d'euros)



Source : ACPR, Analyses et synthèses, Le marché de l'assurance-vie 2024

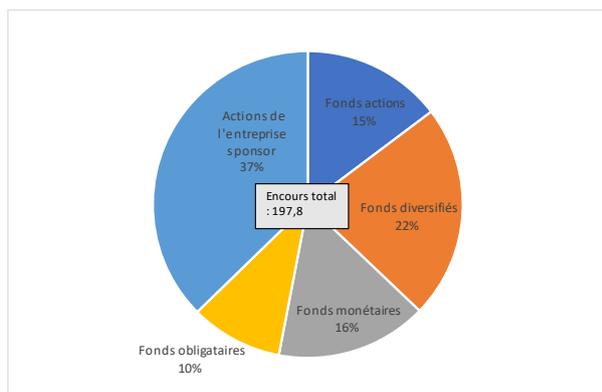
□ Épargne salariale : Près de 200 milliards d'euros d'actif net

Selon l'Association française de la gestion financière (AFG) (2025), le cap record des 200 milliards d'euros a été atteint pour l'épargne salariale, avec 166 milliards d'euros sur les plans d'épargne entreprise et 34 milliards d'euros sur les plans d'épargne retraite d'entreprise collective. Les données de supervision de l'AMF confirment cet ordre de grandeur, avec un encours de fonds d'épargne salariale (fonds communs de placement en entreprise – FCPE, et fonds d'actionnariat salarié) atteignant 198 milliards d'euros fin mars 2025. Les fonds d'actionnariat salarié,

¹³⁹ À noter que les données présentées dans le Graphique 110 sont nettes des rachats d'assurance vie (flux de sortie) d'où un écart avec le Graphique 108 qui présente uniquement les flux entrants de collecte.

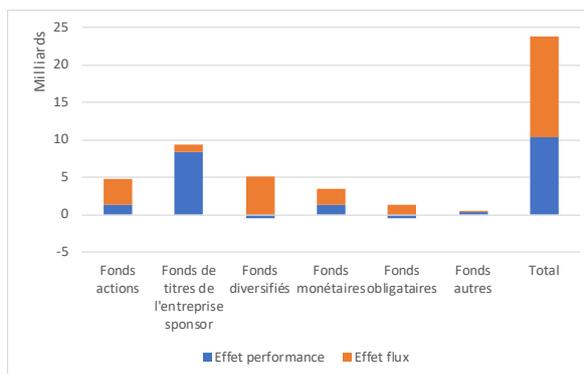
investissant au moins en partie dans les titres de l'entreprise sponsor, représentent 37 % du total. Viennent ensuite les fonds diversifiés (22 %), les fonds monétaires (16 %), les fonds actions (15 %) et enfin les fonds obligataires (10 %).

Graphique 108 : Actif des fonds d'épargne salariale (FCPE et fonds d'actionariat salarié) par type de support (à fin mars 2025)



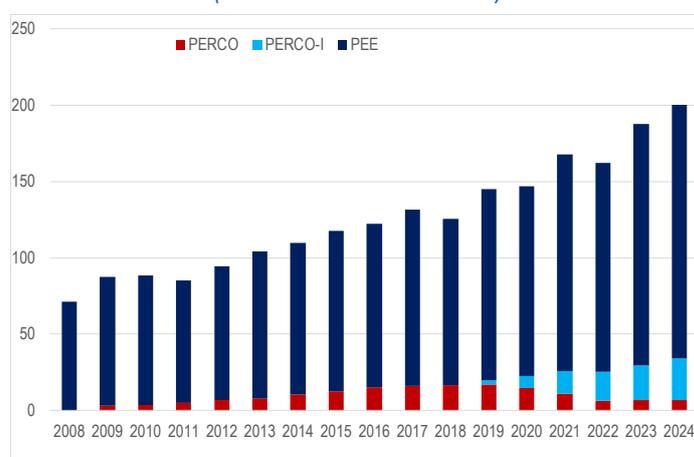
Source : AMF.

Graphique 109 : Décomposition de la variation d'actif net des fonds d'épargne salariale (du 01/01/24 au 31/03/25, milliards d'euros)



Source : AMF.

Graphique 110 : Répartition des encours d'épargne en entreprises entre plans d'épargne salariale et d'épargne retraite (encours en milliards d'euros)



Source : AFG, AMF.

PERCO/PERCO-I : plan d'épargne pour la retraite collectif

PEE : plan d'épargne entreprise

Encadré 10 : Une épargne fortement investie en titres américains

Le rapport Letta (2024)¹⁴⁰ estime que 300 milliards d’euros d’épargne quittent chaque année l’Union européenne pour être investis sur les marchés étrangers avec, en première ligne, les États-Unis.

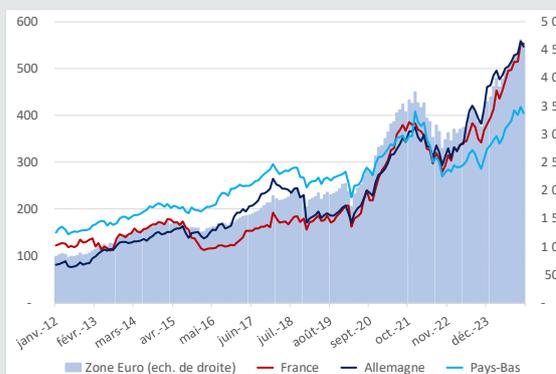
Si elle permet de contribuer à la diversification (géographique) des portefeuilles des épargnants, et d’élargir l’univers des couples rendement-risque accessibles, l’allocation d’une large partie de l’épargne européenne (et française) vers des actifs étrangers inquiète les pouvoirs publics dans un contexte où les besoins de financement privés pour accompagner le développement de grands projets stratégiques, comme la transition énergétique ou la défense, sont de plus en plus importants.

➤ Une détention directe d’actions américaines par les résidents français en hausse, essentiellement du fait des effets de marché

Selon les données publiées par la Fed, la détention d’actions américaines en valeur de marché par des résidents français de toute nature (investisseurs institutionnels, ménages, etc.) s’est accrue, passant de 200 milliards en 2020 à 550 milliards de dollars en mars 2025. La même dynamique est observée pour les résidents allemands (dans des ordres de grandeur similaires), et les résidents de la zone euro (passant de 2 100 à 4 500 milliards de dollars sur la même période). Cette hausse s’explique par un dynamisme fort des marchés américains sur les dernières années : l’indice S&P 500 a crû de 73 % entre janvier 2020 et mars 2025, poussé en particulier par les *Magnificent 7*¹⁴¹ alors que la croissance des indices CAC 40 et Stoxx 600 s’est limitée à 30 % sur la même période.

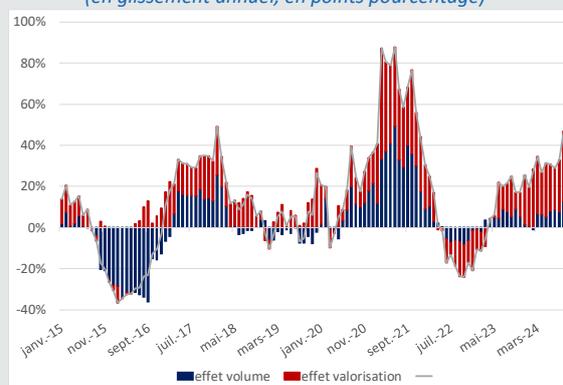
Comme les données de la Fed sont exprimées en valeur de marché, la très bonne performance des actions américaines gonfle mécaniquement les portefeuilles des investisseurs (sans qu’il s’agisse nécessairement de nouveaux achats de titres). Dans une analyse publiée en février 2025, Rexecode propose de décomposer l’effet prix et l’effet volume de la détention d’actions américaines¹⁴² par les résidents français. Les auteurs montrent bien que l’effet prix, c’est-à-dire la hausse de la valorisation des actions américaines sans opération d’achat ou de vente (effet volume), est le principal facteur explicatif de la hausse des détentions observée. Près de la moitié de la croissance observée entre 2020 et 2022 est due à cet effet. Depuis 2022, cet effet prix est même très majoritaire, tempérant ainsi l’hypothèse d’accélération de la fuite de l’épargne des européens.

Graphique 111 : Détention en titres US



Source : Federal Reserve, Refinitiv

Graphique 112 : Décomposition des effets de valorisation et volume sur les titres américains détenus par des résidents français (en glissement annuel, en points pourcentage)



➤ Une exposition plus forte des particuliers via les ETF

L’attrait des particuliers pour les ETF offrant une exposition sur les marchés américains est particulièrement élevé. Comme le montre les données de la section 4.2.2, au premier trimestre 2025, les ETF les plus échangés par les particuliers français sont ceux qui répliquent la performance d’un indice américain (5 ETF dans le top 10) ou l’indice MSCI World, lui-même fortement tiré par les performances des actifs américains qui le composent. Ainsi, les transactions sur ETF américains représentent près de 40 % des transactions sur la période, celles sur indices MSCI world 20%.

¹⁴⁰ *Much more than a market (Bien plus qu’un marché)*, de Enrico Letta, publié en avril 2024.

¹⁴¹ *Magnificent 7* est le nom donné aux sept entreprises américaines cotées dont le poids dans la capitalisation boursière des marchés américains est devenu considérable (en 2024, elles représentent 30% de la capitalisation du S&P 500 et 30% de celle du Nasdaq 100). À noter qu’elles sont toutes liées au secteur des nouvelles technologies : Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla.

¹⁴² L’effet prix est obtenu en retirant de la croissance des détentions en valeur de marché la croissance des cours des actions américaines approximée par l’indice S&P 500.

Encadré 11 : Peut-on mieux orienter l'épargne des ménages ?

La question de l'optimalité de l'allocation de l'épargne des ménages a été posée à l'occasion du colloque du Conseil scientifique de l'AMF, le 13 juin 2025. Au cours de ce colloque, trois chercheurs ont été invités à présenter leurs travaux sur le sujet et à s'interroger sur les incitations auxquelles les ménages sont sensibles lorsqu'il est question de placer leur épargne : Paolo Sodini (École d'économie de Stockholm), Marie Brière (*Amundi Institute*) et Boris Vallée (*Harvard Business School*).

➤ L'optimalité des placements des ménages : une définition variable au cours de la vie des particuliers

Le cycle de vie des ménages doit être considéré en tout premier lieu : les comportements des jeunes actifs et des retraités ne sont évidemment pas similaires. En étudiant les ménages suédois entre 1999 et 2007¹⁴³, Paolo Sodini a mis en évidence un basculement de la détention de titres au potentiel de croissance élevé (sur des secteurs innovants par exemple, *growth stocks* en anglais) vers des titres considérés comme sous-évalués (la sous-évaluation peut s'exprimer par l'écart entre la valorisation du titre et ses fondamentaux économiques et comptables, *value stocks* en anglais) au cours du cycle de vie des ménages. Le chercheur montre aussi que les ajustements de portefeuilles deviennent plus fréquents pour mieux s'adapter aux variations de marché. Ce basculement s'explique par le fait que les investisseurs plus âgés disposent de revenus à la fois supérieurs et plus sécurisés, mais aussi qu'ils présentent un endettement plus faible. Ces facteurs leur permettent de s'exposer à un niveau de risque plus élevé, lequel est en cohérence avec leur profil. Par ailleurs, les biais d'excès de confiance et d'attention excessive portée sur les événements médiatiques les plus récents (que l'on retrouve traditionnellement chez les investisseurs les plus jeunes¹⁴⁴, et incitent à l'investissement sur les *growth stocks*) s'atténue avec l'âge.

➤ Les incitations fiscales pour orienter l'épargne des ménages

Il est nécessaire de conserver une part de son épargne sous une forme sécurisée et rapidement mobilisable, pour être en mesure de faire face à des dépenses imprévues. Toutefois, une surpondération excessive des supports à vue « sans risques » (mais aux rendements limités) prive les ménages de gains potentiels substantiels à moyen ou long terme, qui permettront de financer des projets importants (achat immobilier) ou d'apporter des compléments de revenu à la retraite. De fait, les ménages français semblent accorder un poids plus important aux placements sûrs au détriment de la prise de risque à long terme. Le recours aux incitations fiscales est déjà développé en France, avec notamment l'exonération des impôts sur les gains après cinq ans de détention pour les PEA et après huit ans pour l'assurance-vie (dans la limite de l'abattement annuel). Les deux enveloppes comptent parmi les supports d'investissement les plus mobilisés en France, mais l'effet spécifique de la fiscalité est difficilement quantifiable. En mobilisant les données d'Amundi, le plus grand fournisseur de plans d'épargne pour la retraite collectifs (PERCO) en France, Marie Brière et ses co-auteurs¹⁴⁵ ont pu montrer l'incidence de la déductibilité fiscale des versements volontaires sur les PERCO introduite par la loi PACTE en 2019. Ils font apparaître que les salariés répondent positivement à ces incitations, mais notent que cela ne rend pas nécessairement leurs décisions d'investissement entièrement rationnelles : les salariés ont en effet aussi tendance à profiter de toutes les opportunités de retraits anticipés permises par la loi quand bien même il serait attendu qu'ils maintiennent leurs placements jusqu'à la retraite.

➤ Quel rôle de l'offre de produits dans l'épargne des ménages ?

L'allocation dépend enfin en grande partie de l'offre de produits proposée aux clients (conception de produits répondant aux besoins des investisseurs et promotion par les réseaux de distribution). Les produits structurés en sont le parfait exemple : ils sont de purs produits de l'innovation financière largement distribués à une clientèle de particuliers peu sophistiquée. Ce paradoxe tient dans leur conception mettant en avant des rendements très attractifs en dépit de leur complexité. Dans un article publié en 2023¹⁴⁶ sur des données suédoises, Boris Vallée et ses co-auteurs ont montré que ces perspectives de rendements intéressants attireraient les investisseurs particuliers, mais qu'ils créaient aussi une familiarisation aux marchés financiers (une expérience de *trading*). Ce vécu financier aiderait par la suite les particuliers à surmonter leurs biais d'aversion aux risques ou leur pessimisme excessif et leur permettrait de participer davantage aux marchés actions (des titres beaucoup plus simples et moins opaques).

¹⁴³ Betermier, S., Calvet, L. E., & Sodini, P. (2017). Who are the value and growth investors? *The Journal of Finance*, 72(1), 5-46.

¹⁴⁴ Dans l'article *Who are the value and growth investors?* (2017) P. Sodini et ses co-auteurs (S. Betermier et L.-E. Calvet) identifient aussi le genre et l'entrepreneuriat comme d'autres biais affectant l'excès de confiance et l'excès d'attention porté aux événements médiatiques les plus récents. Les hommes et entrepreneurs y seraient d'ailleurs davantage sujets.

¹⁴⁵ Brière, M., Poterba, J. M., & Szafarz, A. (2024). Does Tax Deductibility Increase Retirement Saving? Lessons from a French Natural Experiment. *Lessons from a French Natural Experiment* (September 12, 2024).

¹⁴⁶ Calvet, L. E., Celerier, C., Sodini, P., & Vallée, B. (2023). Can Security Design Foster Household Risk-Taking? *The Journal of Finance*, 78(4), 1917-1966.

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 concernent le périmètre des instruments financiers (actions et ETF dans cette section) de compétence française échangées en Europe, quelle que soit la nationalité du prestataire de service d'investissement (PSI), par des particuliers français (source : *reporting* des transactions). NB : La compétence sur la négociation d'un titre est attribuée à l'autorité compétente du marché le plus pertinent en termes de liquidité. Cette année, le nombre de transactions est estimé en ne retenant qu'une opération pour les exécutions portant sur le même code ISIN, le même couple acheteur-vendeur, la même place d'exécution et dans la même seconde. Cette modification explique des écarts de l'ordre de 20 à 25 % dans le nombre de transactions des investisseurs particuliers des précédentes éditions de la Cartographie qui présentaient le nombre brut d'exécution (sans ce regroupement)¹⁴⁷.

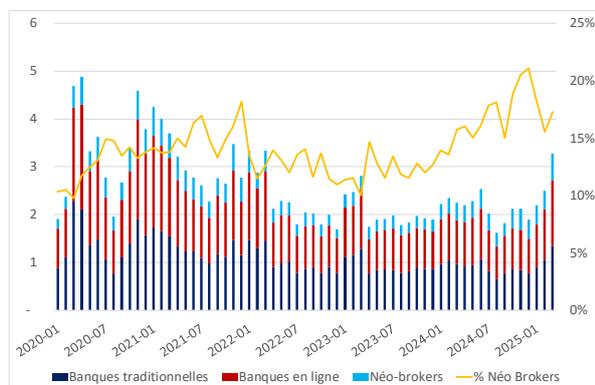
□ La négociation sur actions en détention directe suit la dynamique du CAC 40

La négociation, par les particuliers français, d'actions relevant de la compétence de l'AMF en 2024 a suivi des dynamiques différentes au premier et deuxième semestre 2024. Alors que le nombre et le volume de transactions étaient tous les deux en hausse sur la première partie de l'année (2,3 millions de transactions et 7,2 milliards d'euros échangés chaque mois en moyenne), l'activité a considérablement ralenti à partir du mois de juillet. Certes, la négociation financière est saisonnière et structurellement plus faible en été, mais force est de constater qu'elle n'a pas repris au même niveau à partir de septembre. Le nombre de transactions mensuel moyen est descendu à 2 millions et le volume à 5,5 milliards d'euros entre septembre et décembre. Ces tendances sont très corrélées au niveau du CAC 40, en hausse de 9 % entre le 1^{er} janvier et le 15 mai (date à laquelle il atteignait son record à 8 240 points), puis en baisse de 10,4 % sur le reste de l'année.

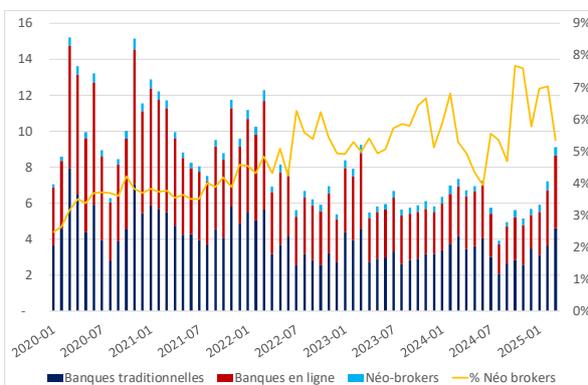
Le début de l'année 2025 voit une croissance soutenue de l'activité des particuliers, avec plus de 3 millions de transactions et plus de 9 milliards d'euros échangés en mars 2025. Cet attrait peut s'expliquer par la forte volatilité observée sur les marchés actions, l'indice CAC 40 a notamment effacé 400 points dans le seul mois de mars (passant de 8 200 à 7 800 points).

La hausse de la négociation par les particuliers semble avoir bénéficié aux *neobrokers* plus qu'aux autres prestataires de services d'investissement (PSI). Leur part de marché en nombre de transactions est passée de 15 % à 19 % sur l'année. En volume, cependant, leur part de marché est beaucoup plus faible. En effet, ces intermédiaires attirent structurellement une population plus jeune investissant des montants plus faibles.

Graphique 113 : Nombre de transactions sur actions des particuliers français (en millions)



Graphique 114 : Volume de transactions sur actions des particuliers français (en milliards d'euros)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

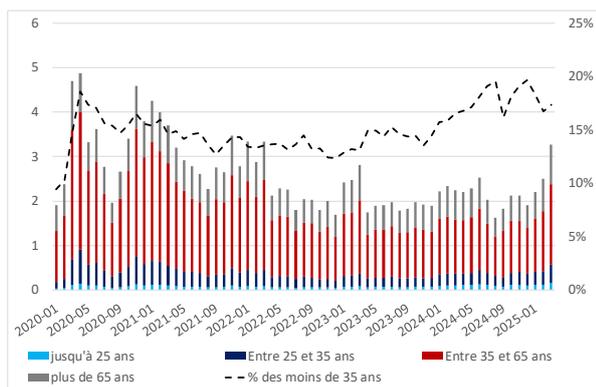
¹⁴⁷ Les transactions éliminées correspondent à des exécutions multiples portant, avec une grande probabilité, sur un unique ordre.

□ **Des investisseurs plus jeunes, clients de *neobrokers* et investissant majoritairement sur les composantes du CAC 40**

La population des particuliers français investissant en direct en actions s’est rajeunie en 2024. La part des investisseurs de moins de 35 ans évolue dorénavant entre 17 % et 20 % sur les derniers mois, alors qu’elle s’était stabilisée entre 11 % et 12 % en 2022 et 2023. Ce nouvel élan est peut-être porté par la clientèle des *neobrokers*, dont le nombre de transactions augmente et qui se compose structurellement d’investisseur jeunes. Ne disposant pas d’agences physiques comme les banques traditionnelles, les *neobrokers* mettent leurs services à disposition des clients via des applications mobiles ou sur internet¹⁴⁸. Chez cette catégorie d’intermédiaires, la part des transactions émanant des moins de 35 ans a varié entre 39 % et 47 % depuis janvier 2024, contre 32 % en janvier 2023.

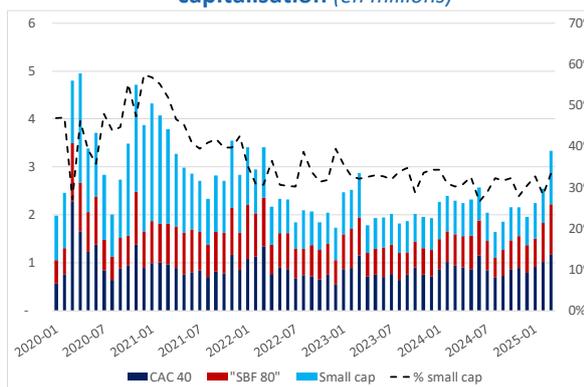
La hausse de la négociation par les particuliers français en 2020 et 2021 s’était caractérisée par un intérêt prononcé pour les petites capitalisations boursières (*small caps*) en dehors du SBF 120 (plus de la moitié des transactions début 2021), induisant une prise de risque relativement élevée. Depuis 2022, l’activité sur ces titres a fortement reculé, se stabilisant autour de 30 %, au bénéfice des composantes du CAC 40, qui représentent 40 % des transactions. Les composantes du SBF 120 hors CAC 40 (« SBF 80 » dans le graphique) complètent la répartition.

Graphique 115 : Nombre de transactions des investisseurs français selon leur âge (en millions)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française

Graphique 116 : Répartition du nombre de transactions des investisseurs français selon les tailles de capitalisation (en millions)



4.2.2. Négociation des particuliers sur les ETF

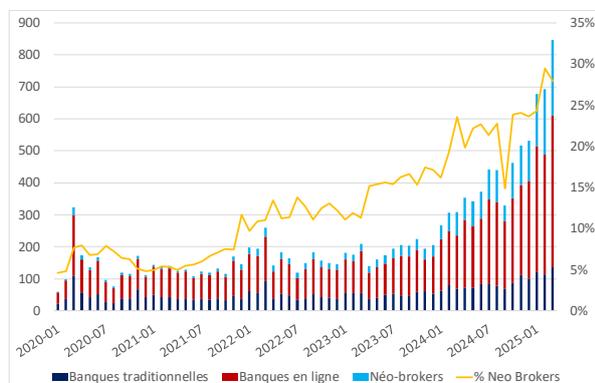
□ **Une hausse spectaculaire de la négociation sur les ETF**

En 2024, la négociation par les particuliers français d’ETF relevant de la compétence de l’AMF a suivi une dynamique presque exclusivement ascendante, en dehors d’un ralentissement en août. Le nombre de transactions mensuel a ainsi connu une croissance exceptionnelle, avec un doublement de janvier à décembre (de 266 000 à 530 000), et même un triplement entre janvier 2024 et mars 2025 pour atteindre 846 000 transactions. Le volume a lui aussi augmenté significativement bien que ne suivant pas une progression linéaire. Il est passé de 735 millions à 1 milliard d’euros par mois sur l’année 2024, et même à 1,5 milliard d’euros en mars 2025, soit un doublement en quinze mois.

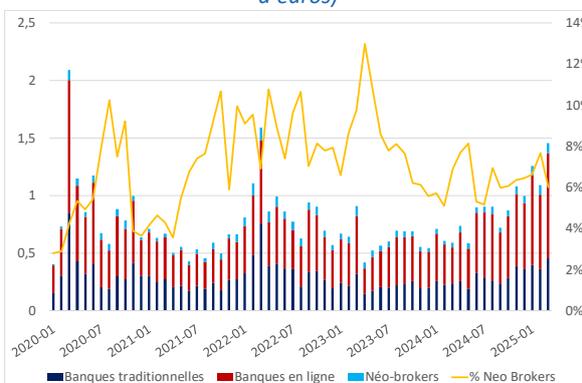
Les *neobrokers* ont continué de gagner des parts de marché récemment, passant de 16 à 28 % du nombre de transactions entre janvier 2024 et mars 2025. La part des volumes traités par les clients de *neobrokers* reste en revanche relativement constante, autour de 7 %.

¹⁴⁸ La digitalisation des services financiers et la *gamification* des applications de *trading* ont été discutés dans la [Cartographie des marchés et des risques AMF 2024](#).

Graphique 117 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers)



Graphique 118 : Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliards d'euros)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

□ L'activité sur les ETF : comment expliquer cette croissance ?

➤ Le rajeunissement de la population se traduit-il par un attrait plus important pour les ETF ?

Le rajeunissement de la population investissant en ETF est beaucoup plus marqué que celui observé pour les actions : à fin mars 2025, les investisseurs de moins de 35 ans réalisaient ainsi la moitié des transactions sur ETF. Lorsque l'on considère les transactions réalisées via les *neobrokers*, leur part s'élève même à deux tiers.

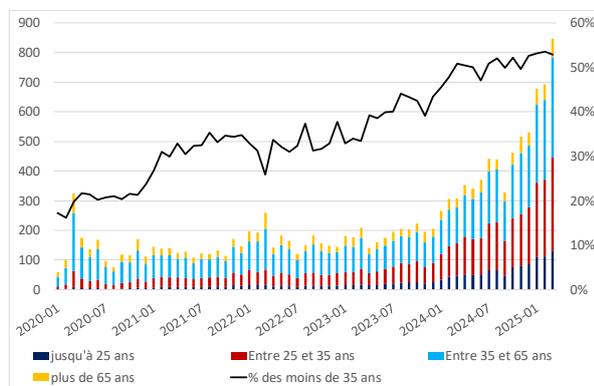
L'intérêt davantage marqué des plus jeunes pour les ETF doit être mis en relation avec la hausse de parts de marché des *neobrokers*, très actifs sur ce segment. Les outils et supports numériques qu'ils mobilisent ont pu contribuer à augmenter la visibilité des ETF et attirer de nouveaux investisseurs. Plusieurs travaux académiques défendent d'ailleurs l'idée d'une relation entre la visibilité accrue des ETF et l'activité des investisseurs. Liu (2023)¹⁴⁹ montre que les opinions exprimées sur les réseaux sociaux aident les gestionnaires d'ETF actifs à ajuster les portefeuilles en fonction des préférences de leurs clients. Ben-David et al. (2022)¹⁵⁰ évoque de son côté une compétition des émetteurs d'ETF pour gagner en attention. Les gestionnaires seraient incités à proposer des ETF thématiques directement en lien avec l'actualité, ou du moins avec l'intérêt des investisseurs, au moment de l'émission. Enfin, à contre-courant des travaux précédents, deJong McKenzie (2025)¹⁵¹ considère qu'il existe aussi des investisseurs jeunes qui se sont ouverts aux produits financiers récemment mais en se mettant en quête de produits peu risqués. Ils s'opposent ainsi aux nouveaux investisseurs intervenant en détention directe sur des titres spéculatifs (tel que Gamestop) et gardent un « principe de précarité » (les incitant à une gestion plus sécurisée de l'argent) les orientant vers des produits diversifiés pour une détention stable dans le temps, à savoir des ETF.

¹⁴⁹ Liu, S. (2023). Do investors and managers of active ETFs react to social media activities?. *Finance Research Letters*, 51, 103454.

¹⁵⁰ Ben-David, I., Franzoni, F., Kim, B., & Moussawi, R. (2023). Competition for attention in the ETF space. *The Review of Financial Studies*, 36(3), 987-1042.

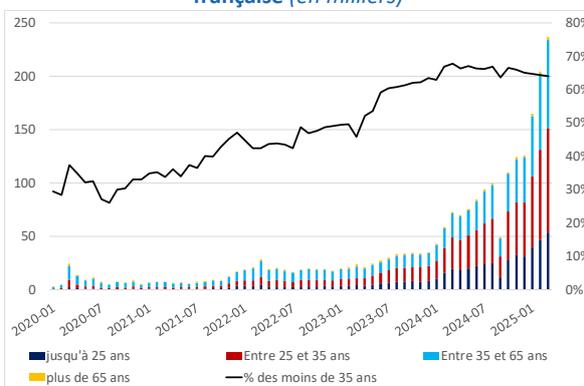
¹⁵¹ de Jong McKenzie, M. (2025). Young investors, precariousness, and the maturing asset economy. *Finance and Society*, 1-15.

Graphique 119 : 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 120 : Nombre de transactions des particuliers français clients de neobrokers sur ETF de compétence française (en milliers)

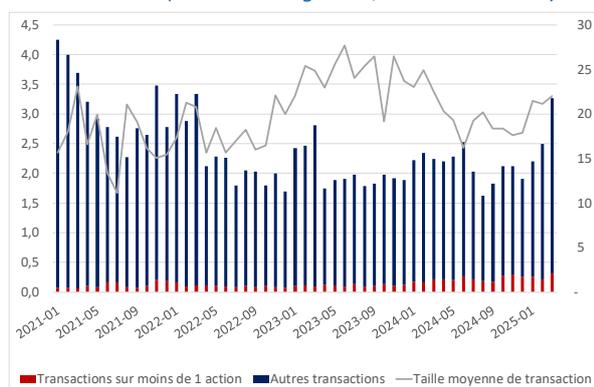


➤ Une hausse de l'activité sur des titres fractionnés ?

La hausse exponentielle de la négociation d'ETF ne se traduit pas dans les mêmes proportions en termes de volume. Cet écart sous-entend une baisse des tailles moyennes de transactions, laquelle peut s'expliquer par la mise à disposition de titres fractionnés. Ce mécanisme, déjà décrit dans la Cartographie des marchés et des risques 2024, permet aux intermédiaires de proposer des titres qui ne pourraient normalement pas rentrer dans le portefeuille de leur clientèle, car celle-ci dispose d'une épargne plus faible. Les offres fractionnées proposent de nouvelles solutions de diversification des portefeuilles de taille modeste. Elles sont aussi utilisées dans les plans d'investissement programmés, produits mis en avant chez des *neobrokers* notamment, qui prévoient l'investissement mensuel d'un montant prédéfini sur plusieurs actifs. Les titres fractionnés facilitent donc la constitution de l'épargne financière.

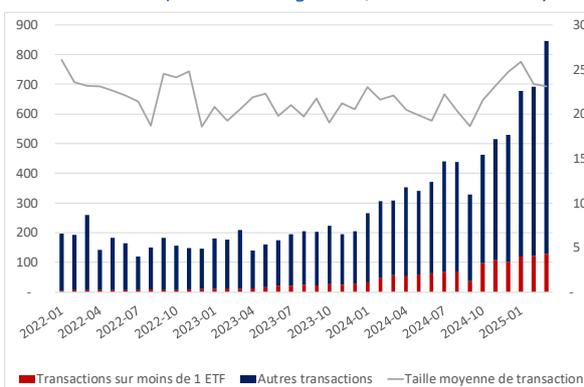
Par exemple, considérons un individu qui a choisi un plan d'investissement pour 100 € chaque mois, avec une allocation programmée de 20 % sur un ETF dont la valeur liquidative courante est de 25 €, 10 % sur une action dont le prix est actuellement 200 €, ainsi que d'autres actifs. Pour respecter son allocation cible, l'épargnant pourra acquérir 80 % d'une part de l'ETF et 5 % de l'action en question.

Graphique 121 : Nombre de transactions des particuliers français sur actions fractionnées et taille moyenne de transaction (en millions à gauche, en euros à droite)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Graphique 122 : Nombre de transactions des particuliers français sur ETF fractionnés et taille moyenne de transaction (en milliers à gauche, en euros à droite)



Afin de rendre compte du poids des titres fractionnés dans l'activité des investisseurs particuliers français, les Graphique 121 et Graphique 122 présentent la proportion des transactions portant sur moins d'une action et moins d'une part d'ETF, ainsi que les tailles moyennes de transactions associées. Il apparaît que la négociation sur actions fractionnées a commencé à se développer à partir de 2021 et que chaque mois depuis avril 2024, environ 10 % des transactions concernent moins d'une action. La taille moyenne de ces transactions est de 20 euros.

La part de marché des ETF fractionnés est encore plus visible. Ils comptent pour 15 à 20 % des transactions chaque mois depuis un an. Les tailles de transactions sont très similaires à celles sur actions fractionnées, autour de 20 à 25 euros.

➤ **Un intérêt moindre pour les ETF complexes, mais une forte demande pour s'exposer à des marchés internationaux**

La détention d'ETF par les particuliers est traditionnellement présentée comme favorisant la diversification, en suivant des indices par exemple. Cependant, les investisseurs n'ont pas tous un comportement dit passif consistant à acheter et à conserver les titres sur les ETF et certains peuvent aussi être attirés par des stratégies complexes impliquant des ETF inverses et à effet de levier :

- les ETF à effet de levier cherchent à multiplier la performance quotidienne d'un indice, il existe, par exemple, des ETF visant à offrir deux fois la performance quotidienne du CAC 40 ;
- les ETF inverses cherchent à offrir la performance inverse de celle du marché, il existe, par exemple, des ETF visant à offrir une performance de 1 % si le CAC 40 est en baisse de 1 % sur la journée ;
- les ETF peuvent aussi être à effet de levier et inverse, cumulant les deux mécanismes précédents.

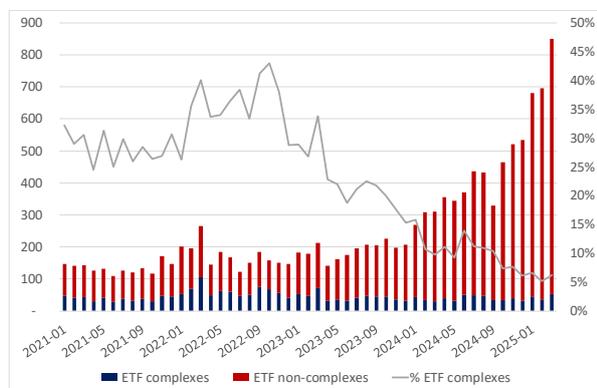
Pour offrir ces performances, les gérants de ces ETF ne se contentent donc pas simplement de répliquer les indices ou *benchmark* ciblés, mais suivent des stratégies impliquant le recours à des produits dérivés (contrats *swaps* et *futures* notamment). En 2023, la Securities & Exchange Commission (SEC) a alerté sur la complexité des stratégies sous-jacentes à ces produits offerts aux particuliers et sur leur horizon d'investissement¹⁵². Ces ETF sont, en effet, conçus sur une base journalière avec un réajustement quotidien des stratégies pour permettre leur fonctionnement. Il n'est, ainsi, pas certain que les investisseurs distinguent clairement la différence de risques entre des produits portant tous l'appellation ETF, ni que les horizons d'investissements soient alignés. Ce risque est d'autant plus inquiétant que dans une étude appliquée au marché américain entre 2010 et 2021, Gempesaw et al. (2024)¹⁵³ a montré que les investisseurs particuliers investissaient 12 % de plus que les *traders* professionnels dans les ETF à effet de levier et inverses, tout en estimant que près de la moitié des ETF complexes achetés par des particuliers sont toujours détenus un mois après leur acquisition, et même 20 % sont toujours détenus un trimestre plus tard. En étudiant l'activité des investisseurs particuliers belges sur des ETF à effets de levier, D'Hondt et al. (2021)¹⁵⁴ concluent que ces investisseurs sont en proie à des comportement de parieurs en excès en confiance. L'analyse montre qu'ils sous-performent des investisseurs sur ETF classiques et interviennent de manière excessive (*overtrading*).

¹⁵² SEC, 29 avril 2023, [Investor Bulletin: Leveraged and Inverse ETFs](#).

¹⁵³ Gempesaw, D., Henry, J. J., & Xiao, H. (2024). Retail ETF investing. *European Financial Management*, 30(4), 2305-2342.

¹⁵⁴ D'Hondt, C., McGowan, R., & Roger, P. (2021). Trading leveraged exchange-traded products is hazardous to your wealth. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 287-302.

Graphique 123 : Part des transactions sur ETF inverse ou levragé (en milliers)



Source : RDT/TREM, AMF. Note : couverture limitée aux titres de compétence française.

Le Graphique 123 montre que la part des transactions des particuliers français sur les ETF considérés comme complexes, à effet de levier et/ou inverses, est en baisse continue depuis 2023, un signe très positif qui montre une bonne perception des risques associés à ces instruments. Ils ne comptent plus que pour 5 % des transactions début 2025.

Ainsi, la forte hausse de l'activité des particuliers en 2024 fait davantage écho à une demande d'exposition plus importante aux indices internationaux, en particulier américains. Parmi les dix ETF les plus échangés sur le premier trimestre 2025, cinq répliquent la performance d'un indice américain (dont quatre le S&P 500, le dernier étant le Nasdaq), trois répliquent la valeur de l'indice MSCI World, et un l'EuroStoxx 600 (indice pan-européen). Le dernier ETF du classement réplique le CAC, il s'agissait du 7^e ETF générant le plus de transactions au premier semestre. La tendance était déjà tracée sur l'année 2024.

4.3. INTÉRÊT DES PARTICULIERS POUR LES CRYPTO-ACTIFS

Les crypto-actifs continuent de susciter l'intérêt des investisseurs français. D'après le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2024, sur les 78 % de la population sondée déclarant avoir mis de l'argent de côté au cours des douze derniers mois, 8 % indiquent avoir investi en crypto actifs (soit deux fois plus qu'en 2023). La part des foyers français détenant des crypto-actifs atteint 7,7 %. Il s'agit majoritairement d'investisseurs récents : deux-tiers des détenteurs de crypto-actifs ont commencé leurs investissements au cours des trois dernières années. Cet attrait récent reflète le dynamisme de cet écosystème et le profil des investisseurs, bien plus jeunes que sur les autres catégories d'actifs. Le baromètre indique en effet que 19 % des investisseurs de moins de 35 ans ayant investi au cours des douze derniers mois ont acheté des crypto-actifs. D'ailleurs, chez les moins de 25 ans, il s'agit du principal support de placement derrière les comptes courants et les livrets d'épargne. L'intérêt pour les crypto-actifs devrait se maintenir dans les prochains mois, puisque 7 % des personnes sondées indiquent vouloir y investir dans l'année. Les supports pour investir sont en outre de plus en plus variés : l'exposition est possible en détention directe, mais aussi désormais via des ETP spot (voir Chapitre 3).

□ Les crypto-actifs : des actifs restant très risqués et imprévisibles

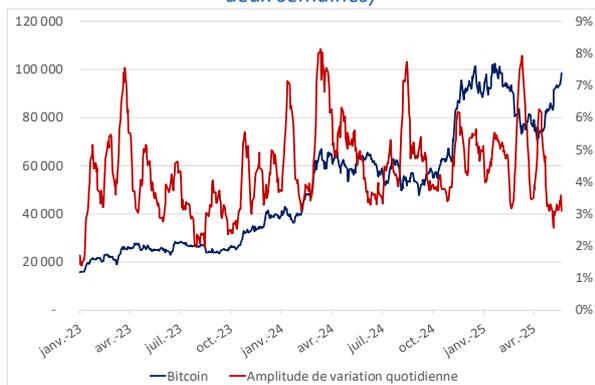
La dynamique du cours du Bitcoin, crypto-actif de référence, peut sembler attractive : elle suit une trajectoire ascendante sur les derniers mois et enregistre régulièrement de nouveaux records. Cela ne doit toutefois pas occulter la très forte volatilité des cours et les risques sous-jacents à cet investissement : les crypto-actifs restent très imprévisibles et semblent de plus en plus corrélés à l'économie américaine (voir Chapitre 2). Le cours du Bitcoin a varié dans une fourchette quotidienne allant de 3 à 8 % en 2024, des niveaux très élevés en comparaison du CAC 40 dont la fourchette quotidienne de variation dépasse rarement les 1,5 %. Certes, le CAC 40 est un indice diversifié

Tableau 9 : Liste des cinq ETF les plus échangés en 2023, 2024 et sur le premier trimestre 2025 (en milliers de transactions)

2025 T1		
ETF	Nombre total de transactions	% des transactions
BNP Paribas Easy S&P 500 UCITS	310 244	13,99%
iShares MSCI World Swap PEA UCITS	280 620	12,66%
Amundi S&P 500 UCITS ETF	186 019	8,39%
Amundi PEA Nasdaq-100 UCITS	141 706	6,39%
Amundi MSCI World UCITS ETF	122 887	5,54%
2024		
ETF	Nombre total de transactions	% des transactions
BNP Paribas Easy S&P 500 UCITS	492 701	10,56%
Amundi S&P 500 UCITS ETF	363 925	7,80%
iShares MSCI World Swap PEA UCITS ETF	329 035	7,05%
Amundi MSCI World UCITS ETF	321 249	6,89%
Amundi PEA Nasdaq-100 UCITS ETF Acc	232 974	4,99%
2023		
ETF	Nombre total de transactions	% des transactions
Amundi CAC 40 Daily (-2x) Inverse	265 052	11,70%
Amundi MSCI World UCITS ETF	146 328	6,46%
Amundi PEA S&P 500 Screened UCITS ETF	126 942	5,60%
Amundi CAC 40 Daily (2x) Leveraged	117 072	5,17%
AMUNDI MSCI WORLD UCITS ETF	105 689	4,67%

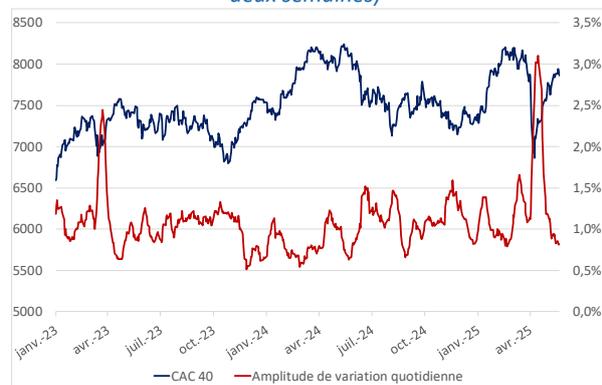
mais la comparaison des deux mesures de volatilité rend compte des écarts de prise de risque entre les deux types de placement.

Graphique 124 : Cours du Bitcoin et volatilité (estimée par l'amplitude de variation quotidienne en moyenne glissée sur deux semaines)



Source : Refinitiv

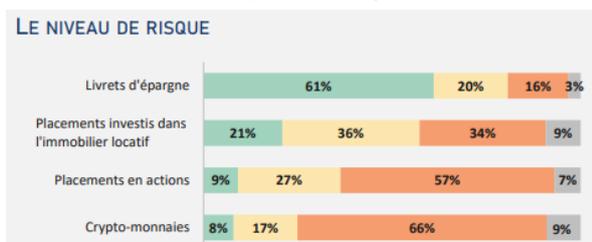
Graphique 125 : Cours du CAC et volatilité (estimée par l'amplitude de variation quotidienne en moyenne glissée sur deux semaines)



Source : Refinitiv

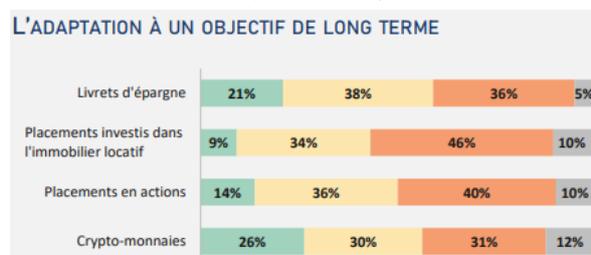
Le niveau de risque semble être globalement bien assimilé par les particuliers qui identifient les crypto-actifs comme plus risqués que les placements en actions, selon le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement : 66 % considèrent ainsi les crypto-actifs comme portant un risque élevé. Cependant, l'horizon d'investissement envisagé par les particuliers français ne semble pas correspondre au niveau de risque perçu. Ils sont ainsi 31 % à considérer cet investissement comme bien adapté à un objectif de long terme et encore 30 % à le considérer moyennement adapté.

Graphique 126 : 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)



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2024

Graphique 127 : Perception du niveau d'adaptation par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10 (faible 0-3 ; moyen : 4-6 ; important 7-10)



Source : Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2024

Encadré 12 : Produits complexes et structurés

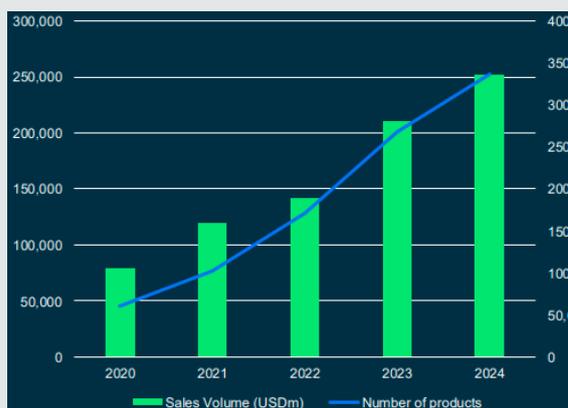
Les ventes de produits structurés à des particuliers se sont élevées à 254 milliards de dollars en Europe¹⁵⁵ en 2024 selon le fournisseur de données SRP¹⁵⁶, en hausse de près de 20 % par rapport à 2023. Sur ces ventes, la part des produits offrant une protection en capital en Europe (hors Suisse) a diminué, passant de 50 % à 45 % en volume.

Les produits à sous-jacents actions sont les plus distribués en Europe en 2024, avec 74 % du volume. Au sein de cette catégorie, les indices actions accusent une baisse de 6 points par rapport à 2023, à 24 %, alors que les autres sous-jacents actions sont en hausse de 6 points à 50 %.

L'année écoulée marque aussi un retour massif de l'offre de produits à décrétement¹⁵⁷, qui fixent par anticipation le montant des dividendes versés par les valeurs qui les constituent, pour les produits à indice. Les produits à décrétement ont représenté 41 % des ventes de produits structurés indiciels, une forte hausse par rapport aux 31 % de 2023. Cette croissance est due majoritairement aux produits à décrétement sur indice « single stock », c'est-à-dire sur une action unique. Les ventes de ces produits sont passées de 3 à 5,8 milliards de dollars entre 2023 et 2024 alors qu'elles n'étaient encore que de 620 millions de dollars en 2022. Le dynamisme de ce segment traduit une hausse de la complexité relativement aux expositions en sous-jacent actions classiques, mais aussi une diversification moindre par rapport aux mêmes produits sur des paniers d'actions. En France, les produits à décrétement représentaient 27 % des ventes, dont 7,5 % pour les seuls « single stocks ».

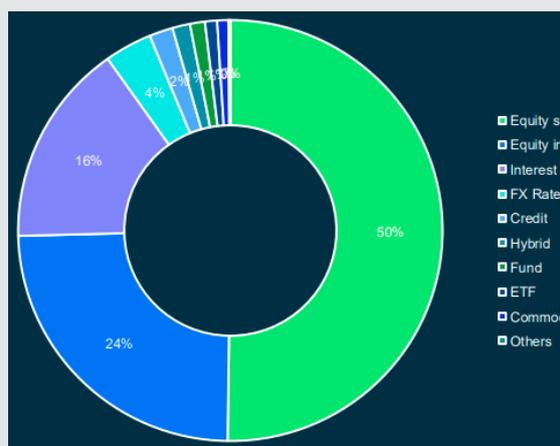
Graphique 128 : Volume de produits structurés vendus en Europe

(en millions de dollars, ech. de gauche ; en nombre de produits, ech. de droite)



Graphique 129 : Répartition des sous-jacents dans les produits structurés vendus en Europe en 2024

(exprimé en pourcentage des volumes vendus)



Source : SRP, [Global Market Overview 2024, Europe Market](#), 18 mars 2025

La structure la plus fréquente des produits structurés distribués en Europe, comme dans le monde entier, est l'*autocall*, c'est-à-dire des produits ayant la forme juridique d'obligations (*Euro Medium Term Notes*) versant un coupon (parfois élevé, par ex. 10-12 %) sous condition de performance du sous-jacent – ce versement déclenchant l'expiration (rappel, *autocall*) prématurée du produit. En France en 2024, les *autocalls* représentaient d'ailleurs près des deux-tiers des produits structurés distribués.

La deuxième structure la plus fréquente en France est celle du « *callable* » : il s'agit de produits dont le rappel n'est pas conditionné par la performance du sous-jacent mais est déclenché à la discrétion de l'émetteur. Les produits « *callable* » en France sont essentiellement distribués sur des sous-jacents obligataires, proposant un taux préférentiel sur les rendements des sous-jacents. L'offre de ces produits a considérablement augmenté depuis 2023, bénéficiant de l'environnement de taux positifs permettant d'offrir des rendements plus attractifs.

¹⁵⁵ Les chiffres présentés concerne le continent européens, intégrant les pays membres de l'UE, Royaume-Uni et la Suisse notamment.

¹⁵⁶ SRP, [Global Market Overview 2024, Europe Market](#), 18 mars 2025

¹⁵⁷ Un indice à décrétement est un indice synthétique "propriétaire" qui soustrait *pro rata temporis* APP à un indice de rendement un montant fixe reflétant les anticipations de paiement de dividendes. Ce décrétement s'applique en pourcentage (souvent 5 %) ou en montant absolu (points). Les indices à décrétement permettent aux émetteurs de couvrir leur risque de dividende.

Le Pôle commun AMF-ACPR¹⁵⁸, dans la publication de sa cartographie des produits structurés en 2024¹⁵⁹, constate que, sur la période 2021-2023, 80 % de la collecte de produits structurés en France a porté sur l'assurance vie. Cette période coïncidant avec une hausse globale des indices boursiers mondiaux, la performance annuelle médiane brute (hors frais et fiscalité) s'est située entre 6 et 7%, tandis qu'une perte en capital n'est intervenue que pour moins de 1 % des produits remboursés. Cependant, ces résultats ne présagent en rien des rendements ultérieurs et la dynamique des indices boursiers, plus volatiles ces derniers temps pourrait fortement affecter les performances futures.

Le Pôle commun a par ailleurs pu constater l'adéquation de la distribution des produits complexes avec la doctrine nationale sur les produits complexes¹⁶⁰. En effet, sur l'ensemble de la période d'analyse, la majorité des produits examinés dispose d'un niveau de complexité jugé « faible à modéré » au regard de cette doctrine, tant en nombre qu'en encours. Néanmoins, cette proportion est en baisse sur les trois années. De plus, même à ce niveau de complexité, les produits structurés demeurent moins intelligibles que des actifs financiers accessibles en détention directe tels que les actions ou les ETF. Il importe ainsi que la distribution de ces produits prenne en compte ces caractéristiques au moment de la commercialisation.

4.4. SENSIBILITÉ DES PARTICULIERS AUX RÉSEAUX SOCIAUX

Les réseaux sociaux occupent une place importante dans les comportements d'investissement des particuliers, via plusieurs canaux :

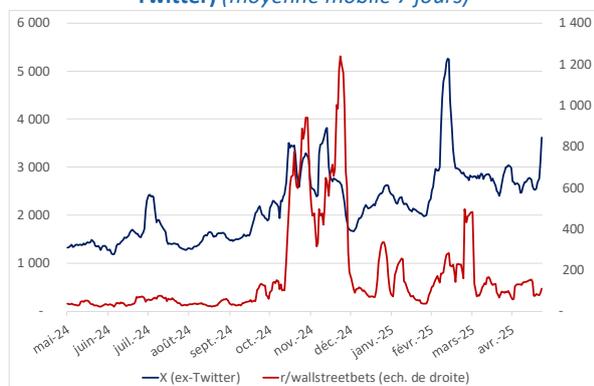
- du côté de l'offre, les PSI sont actifs sur les réseaux sociaux, notamment pour commenter l'actualité financière, ce qui peut être perçu comme une recommandation d'investissement par les particuliers. Ainsi, d'après le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement, 14 % des Français se renseignent auprès d'une banque ou d'un établissement financier sur les réseaux sociaux avant de réaliser un placement ;
- des influenceurs se sont spécialisés sur les sujets financiers. Ils peuvent faire des recommandations et/ou partager leurs choix de placements, en en faisant la promotion. Le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement indique que 5 % des Français les consultent avant de réaliser un placement financier.
- les Graphique 130 et Graphique 131 comparent l'activité sur deux types de réseaux sociaux, concernant le Bitcoin et les ETF :
 - les réseaux ouverts et publics, sur lesquels l'influence peut se caractériser par le nombre de *followers* constituant une communauté se tenant au courant des publications d'un individu donné. On présente ici l'activité des comptes X (ex-Twitter) détenant plus de 100 000 *followers*.
 - les forums de discussion spécialisés. Le forum WallStreetBets de Reddit est certainement le plus connu et rassemble la plus grande communauté d'investisseurs

¹⁵⁸ AMF, [Le Pôle commun de l'AMF et de l'ACPR publie son analyse du marché français des produits structurés](#), le 1^{er} avril 2025.

¹⁵⁹ Pôle commun AMF-ACPR, [Cartographie des produits structurés](#), mars 2024.

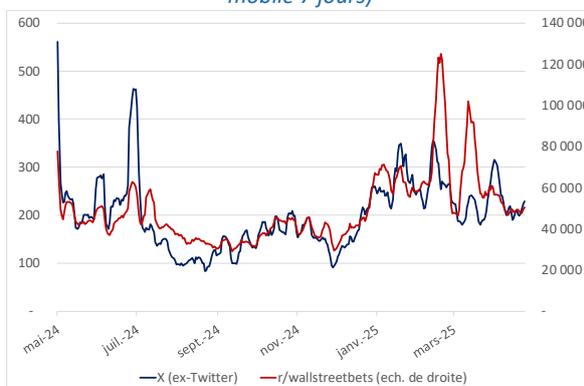
¹⁶⁰ Position AMF 2010-05 et Recommandation ACPR 2016-R-04.

Graphique 130 : Nombre de messages¹⁶¹ traitant du Bitcoin sur le forum WallStreetBets de Reddit et chez les influenceurs de plus de 100 000 followers sur X (ex-Twitter) (moyenne mobile 7 jours)



Source : Meltwater

Graphique 131 : Nombre de messages traitant d'ETF sur le forum WallStreetBets de Reddit et chez les influenceurs de plus de 100 000 followers sur X (ex-Twitter) (moyenne mobile 7 jours)



Source : Meltwater

L'activité sur le terme Bitcoin a été très volatile entre mai 2024 et mai 2025 : elle a été massivement influencée par l'élection américaine et l'orientation très accueillante pour les sociétés d'exploitation de la *blockchain* que l'administration Trump a prévue. Un point central dans ces interactions croissantes entre la politique américaine et le Bitcoin est certainement l'annonce de la création d'une réserve stratégique en Bitcoin au moment de l'élection puis des modalités de sa mise en œuvre en janvier (voir Chapitre 2). Ces deux événements ont généré de nombreuses réactions sur les réseaux sociaux.

Concernant les ETF, un premier pic d'activité a été observé en mai 2024. Il coïncide avec l'autorisation des ETP *spot* Ether par la *Securities and Exchange Commission* (SEC), mêlant deux thématiques très médiatiques. On note une hausse presque continue des *posts* traitant des ETF à partir du mois de septembre, en cohérence avec l'activité des particuliers français sur ces titres notamment.

Encadré 13 : Encadré sur étude réseaux sociaux

La hausse de l'activité des particuliers pour la négociation d'actions en directe depuis 2019 s'est traduite par une hausse de l'intérêt pour les sujets relatifs à la finance et aux investissements sur les réseaux sociaux. Les chiffres du Baromètre de l'épargne et de l'investissement de l'AMF 2023 constate que 19 % de la population française des investisseurs se renseigne sur les réseaux sociaux avant de réaliser un placement financier, et que 12 % s'informent via des influenceurs, des communautés financières en ligne ou des personnes célèbres fournissant des conseils en investissement¹⁶². L'élargissement des sources d'information à disposition des particuliers induit un ensemble de risques :

- une mauvaise identification des sources d'information, au point de confondre sources professionnelles (conseillers financiers) et sources non reconnues ou certifiées (notamment des influenceurs) ;
- une activité financière excessive, l'accès continu à une information financière de qualité hétérogène et l'exposition à un environnement promouvant l'activité financière peut inciter à surréagir aux messages publiés ;
- des variations de cours exacerbées, les réseaux sociaux peuvent alimenter des rallies sur des titres boursiers, en particulier des « *meme-stocks*¹⁶³ » (c'est-à-dire des titres dont la popularité, souvent rapide et virale, provient d'activités sur les réseaux sociaux, tels que Gamestop aux États-Unis) ;
- Des manipulations de marchés : notamment des opérations de *pump and dump*, c'est-à-dire le détenteur d'un titre qui crée un enthousiasme autour de celui-ci afin d'en faire gonfler artificiellement le cours, indépendamment de ses fondamentaux. L'agent manipulateur peut ensuite céder ses titres au cours dopé.

Une analyse de l'influence du réseau social X (anciennement Twitter) a été conduite sur le comportement des investisseurs particuliers français intervenant sur les composantes du CAC 40 en détention directe, entre janvier et novembre 2024. L'activité sur les réseaux sociaux est capturée par le nombre quotidien de messages échangés sur X et traitant de chacune des composantes du CAC 40, ainsi que par les sentiments qui y sont exprimés.

¹⁶¹ Limité aux messages exprimés en français ou en anglais.

¹⁶² [Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement 2023](#), décembre 2023.

¹⁶³ Le terme trouve son origine dans les memes internet, des images virales partagées sur internet. Les memes-stocks sont ainsi des titres dont la valeur dépend fortement de la viralité des posts le mentionnant sur les réseaux sociaux, voir section 2.X.

Il ressort de l'analyse que :

- Les investisseurs particuliers français ont tendance à acheter des titres lorsque le cours baisse et à les vendre lorsqu'il augmente matérialisant ainsi leurs gains. Les particuliers sont également plus actifs sur les marchés lorsque la volatilité des cours augmente.
- Ils sont plus sensibles au nombre de messages publiés sur les réseaux sociaux qu'à leur contenu. Les travaux concluent à une influence positive du nombre de messages postés sur l'activité des particuliers. En effet, l'activité des particuliers augmente de 4 % en nombre de transactions et de 5 % en nombre de titres échangés en réaction à un doublement du nombre de messages postés le jour même et de respectivement 2 % et de 3 % le lendemain. En revanche, la teneur de ces messages, c'est-à-dire le partage d'une opinion positive ou négative, ne semble pas influencer sur l'activité. Ainsi, c'est davantage le volume de messages, à savoir l'exposition médiatique d'un titre sur les réseaux sociaux, que leur contenu qui importe dans la prise de décision des particuliers.
- Toutes les catégories de la population montrent une sensibilité aux réseaux sociaux. La décomposition de l'échantillon d'investisseurs particuliers selon leur âge et la clientèle à laquelle ils appartiennent (client de banque traditionnelle, banque en ligne et de *néo-brokers*), permet de rendre compte d'une influence notable des réseaux sociaux sur toutes les catégories considérées. On constate que les investisseurs les plus jeunes et la clientèle des *néo-brokers* tendent à surréagir aux messages publiés sur les réseaux sociaux le jour même, comparativement aux autres investisseurs particuliers, alors que, dans le même temps, ils s'avèrent moins sensibles aux informations traditionnellement utilisées dans la prise de décision d'investissement sur actions (données de prix et de communication de l'entreprise). Ces différences s'estompent néanmoins le lendemain.

Ainsi, cette analyse confirme la nécessité de soutenir les initiatives œuvrant à une augmentation du niveau d'éducation financière pour aider les particuliers, notamment les plus jeunes et les plus digitalisés, à bien sélectionner les informations diffusées sur les réseaux sociaux.

4.5. RÉCLAMATIONS ET LITIGES

Le nombre de réclamations reçues par AMF Épargne Info Service a augmenté en 2024 relativement aux trois années précédentes. 5 816 réclamations ont été enregistrées par l'AMF et 43 % d'entre elles faisaient état de pertes, pour un montant total approchant 70 millions d'euros. Les réclamations ont principalement porté sur les arnaques aux crypto-actifs. Elles ont compté pour 50 % des réclamations, et même 73 % des réclamations déclarant des pertes, pour un montant moyen de pertes déclarées de 27 400 euros en 2024.

Les réclamations ont également mis en lumière les arnaques portant sur les faux placements verts (avec principalement des propositions d'investissement dans des places de parking munies de bornes de recharge électrique).

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.

L'usurpation d'identité est le principal procédé d'arnaque mentionné dans les réclamations. Les usurpations peuvent concerner tout type d'acteurs : l'AMF a en particulier publié une mise en garde¹⁶⁴ à propos d'escrocs se faisant passer pour ses collaborateurs (1/3 des cas d'usurpation signalés concernent l'AMF).

La vigilance des épargnants doit être d'autant plus renforcée que les innovations technologiques augmentent le risque de se faire piéger. Si aucune plainte n'a encore été formulée à ce sujet, on constate le développement des

¹⁶⁴ 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.

deepfakes grâce à l'intelligence artificielle, c'est-à-dire la création d'un contenu vidéo ou audio mettant en scène une personne à des fins malveillantes. Dans ce cas, ils sont utilisés afin de générer de fausses recommandations, émanant soi-disant d'influenceurs ou de personnalités publiques¹⁶⁵, conduisant des individus à investir sur des plateformes non-autorisées et des produits fictifs dans le seul but de soutirer de l'argent.

Dans une étude publiée en décembre 2024 sur les Français et les arnaques à l'investissement, 3,2 % des répondants¹⁶⁶ seraient des victimes probables d'une arnaque à l'investissement. On constate donc une hausse notable depuis la précédente édition de l'étude, en 2021, puisque le taux de victimes ressortait alors à 1,2 % des Français de 18 ans et plus. Sur ce point d'ailleurs, les Français semblent être davantage avertis puisque 82 % des répondants de l'étude ont déclaré avoir connaissance de ces cas d'usurpation d'identité, contre 73 % en 2021.

¹⁶⁵ Le Parisien, le 4 juillet 2024, [Cryptomonnaie : Léna Situations dénonce l'utilisation de son image pour des arnaques](#).

¹⁶⁶ Étude AMF-BVA Xsight, [Les arnaques à l'investissement](#) (octobre 2024). Le panel se compose de 5 001 français de 18 ans et plus entre le 2 et le 16 septembre 2024.

LISTE DES ACRONYMES

ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)
AFG	Association française de la Gestion Financière
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AMM	Automatic Market Maker
ASPIM	Association française des sociétés de placement immobilier
BCE	Banque centrale européenne (ECB)
Bits	Binary Digits
BoJ	Bank of Japan
BRI	Banque des Règlements Internationaux (BIS)
BTC	Bitcoin
CBoT	Chicago Board of Trade
CCP	Chambres de compensation centralisées
CDS	Credit default swap (Dérivés sur risque de crédit)
CeFI	Finance centralisée
CISSM	Center for International and Security Studies
CLO	Collateralized Loan Obligations
DDoS	Distributed Denial of Service attack / Attaque par déni de service distribué
DeFI	Finance décentralisée
DEX	Échanges décentralisés
DORA	Digital Operational Resilience Act
DTO	Derivative Trading Obligation
EBA	European Banking Authority
EEX	European Energy Exchange
EFAMA	European Fund and Asset Management Association (Association européenne de la gestion d'actifs)
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority / Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles
ELTIF	European Long Term Investment Funds
EMEA	Europe Middle East & Africa
ENISA	European Union Agency for Network and Information Security / Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (AESRI)
ESG	Environnementaux, sociaux et de gouvernance
ESMA	European Securities and Markets Authority (AEFM)
€STR	Euro Short-Term Rate
ETC	Exchange Traded Commodities
ETF	Exchange Traded Fund (Produit indiciel coté)
ETH	Ethereum
ETN	Exchange Traded Notes
ETP	Exchange-Traded Products
FCA	Financial Conduct Authority
FCPE	Fonds commun de placement d'entreprise
FCPR	Fonds communs de placement à risque
FeD	Réserve Fédérale des États-Unis
FIA	Fonds d'investissement alternatif
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité
FMI	Fonds monétaire international
FPCI	Fonds Professionnel de Capital investissement
FPS	Fonds Professionnels Spécialisés
FSB	Financial Stability Board
HCSF	Haut Conseil de stabilité financière
HF	Hedge funds
HFT	High-frequency trading
IA	Intelligence artificielle
ICE	Intercontinental Exchange
ICMA	International Capital Market Association
INSEE	Institut national de la statistique et des études
IOSCO	International Organization of Securities Commissions (OICV)

IPO	Initial Public Offering (introduction en bourse)
ISIN	International Securities Identification Number
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LBO	Leveraged BuyOut
LME	London Metal Exchange
LMT	Liquidity management tools
LVNAV	Low Volatility Net Asset Value (Fonds à valeur liquidative volatile)
MATIF	Marché à Terme International de France
MEV	Maximum Extractable Value / Valeur extractible maximum
MiCA	Markets in Crypto-Assets Regulation
MIF/MIFID	Directive sur les Marchés d'Instruments Financiers
MIFIR	Règlement des marchés d'instruments financiers/Markets in Financial Instruments Regulation
MMF	Money Market Funds
MMFR	Money Market Fund Regulation
MSCI	Morgan Stanley Capital International Index
MTF	Multilateral Trading Facility
NAV	Net Asset Value
NBFI	Non-Bank Financial Institution
NYMEX	New York Mercantile Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OEE	Observatoire de l'épargne européenne
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)
OPC	Organisme de placement collectif
OPCI	Organisme de placement collectif immobilier
OPCIP	Organisme de placement collectif immobilier professionnel
OPEP+	Organisation des pays exportateurs de pétrole + 11 pays
OPPCI	Organisme professionnel de placement collectif immobilier
OPCVM	Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
ORPS	Organismes de retraite professionnelle supplémentaire
OTC	Over The Counter (de gré à gré)
PACTE	Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation de l'Entreprise
Pb	Point de base
PE	Private Equity
PEA	Plan d'épargne en actions
PEE	Plan d'épargne entreprise
PER	Price Earnings Ratio
PERCO	Plan d'épargne pour la retraite collectif
PGE	Prêt garanti par l'État
Phelix	Physical Electricity Index
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
Qubits	Quantum Digits
RTS	Regulatory Technical Standards
SCI	Sociétés civiles immobilières
SCPI	Société civile de placement immobilier
SEC	Securities and Exchange Commission
SEF	Swap Execution Facility
SEQE	Système d'échange de quotas d'émission
SGP	Sociétés de gestion de portefeuille
SHFE	Shanghai Futures Exchange+

SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SPOT	Supervision des pratiques opérationnelle et thématique
SRP	<i>Structured Retail Products</i>
STIR	<i>Short-term interest rate derivatives</i>
TIC	Technologies de l'Information et de la Communication
TPE	Très petites entreprises
TREM	<i>Transaction Reporting Exchange Mechanism</i>
TTF	Taxe sur les transactions financières
UC	Unités de Compte
UE	Union européenne (EU)
VNAV	Variable Net Asset Value (Fonds à valeur liquidative variable)
WAM	<i>Weighted Asset Maturity</i>
WFE	<i>World Federation of Exchanges</i>
WLA	<i>Weekly Liquid Assets</i>

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 :	Inflation aux États-Unis et en Europe.....	13
Graphique 2 :	Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales	13
Graphique 3 :	Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans.....	14
Graphique 4 :	<i>Spreads</i> de taux souverains	14
Graphique 5 :	Volatilité obligataire, marchés souverains	15
Graphique 6 :	Indices CDS <i>corporate</i> en Europe	15
Graphique 7 :	Volatilité des obligations et <i>corporate</i> en Europe et aux États-Unis selon leur notation de crédit	15
Graphique 8 :	Taux des obligations <i>corporate</i>	16
Graphique 9 :	Écarts entre les rendements des obligations <i>corporate High yield/AAA-AA</i>	16
Graphique 10 :	Évolution des indices boursiers.....	17
Graphique 11 :	Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis.....	17
Graphique 12 :	Émissions obligataires <i>corporate</i> dans le monde	18
Graphique 13 :	Émissions obligataires <i>high yield</i> , Monde	18
Graphique 14 :	Émissions obligataires sur le segment de la finance durable	18
Graphique 15 :	Introductions en bourse selon les zones géographiques	19
Graphique 16 :	Émissions d'actions hors IPO	20
Graphique 17 :	Émissions d'obligations convertibles	20
Graphique 18 :	Indices d'incertitude	21
Graphique 19 :	Confiance des ménages	21
Graphique 20 :	Rendements réels des obligations souveraines 10 ans.....	22
Graphique 21 :	Évolution des courbes des taux.....	22
Graphique 22 :	Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières spéculatives au niveau mondial	23
Graphique 23 :	Encours d'obligations par maturité et notation pour les sociétés non financières au niveau mondial	23
Graphique 24 :	Performances des valeurs cycliques et défensives du Stoxx 600	24
Graphique 25 :	Bénéfices par action anticipés à 12 mois.....	24
Graphique 26 :	Ratio cours/bénéfice ajusté du cycle du S&P500 (CAPE- <i>Cyclically adjusted price-to-earnings ratio</i>)	25
Graphique 27 :	Évolution de l'indice <i>Skew</i>	25
Graphique 28 :	Primes de risques sur les marchés actions	25
Graphique 29 :	Capitalisations boursières.....	29
Graphique 30 :	Volumes de transaction sur actions	29
Graphique 31 :	Volume échangé par lieu de négociation	30
Graphique 32 :	Indicateurs de liquidité des valeurs du CAC 40.....	31
Graphique 33 :	Volumes échangés sur Euronext Paris.....	31
Graphique 34 :	Volumes échangés sur les marchés obligataires français.....	32
Graphique 35 :	Nombre d'obligations différentes échangées au cours de la journée	33
Graphique 36 :	Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités	33
Graphique 37 :	Le marché du <i>repo</i> en Europe	34
Graphique 38 :	Position sur <i>repo</i> vers <i>reverse repo</i>	34
Graphique 39 :	Dérivés de gré à gré - montant notionnel global	35
Graphique 40 :	Montants en valeur de marché brute	35
Graphique 41 :	Expositions brutes de crédit	36
Graphique 42 :	Encours mondial (notionnel) de dérivés de taux d'intérêt par type de contrepartie.....	36
Graphique 43 :	Encours mondial (notionnel) des <i>credit default swaps</i> par type de contrepartie	36
Graphiques 44 :	Activité des prestataires de service d'investissement (PSI) français	37
Graphique 45 :	Prix des contrats Euronext.....	40
Graphique 46 :	Nombre de contrats MATIF échangés	40
Graphique 47 :	Positions ouvertes et cours sur le contrat MATIF blé Euronext	41
Graphique 48 :	Prix de l'électricité et du gaz naturel en Europe	42
Graphique 49 :	Cours de l'aluminium et du cuivre	44
Graphique 50 :	Cours de l'acier	44
Graphique 51 :	Cours de l'or (<i>prix London Bullion Market, en dollars par once</i>) et taux de change nominal euro-dollar.	44
Graphique 52 :	Cours du contrat <i>futures</i> sur les quotas d'émission de CO2 européen	45

Graphique 53 :	Positions acheteuses et nette acheteuse des fonds d'investissement sur les quotas d'échange européens	45
Graphique 54 :	Cours des principaux crypto-actifs	47
Graphique 55 :	Capitalisation boursière des principaux <i>stablecoins</i>	47
Graphique 56 :	Volumes échangés sur les 7 plus grandes plateformes d'échange de crypto-actifs	49
Graphique 57 :	Volumes échangés sur les principaux DEX.....	49
Graphique 58 :	Cours des <i>meme coins Dogecoin</i> et <i>Trumpcoin</i>	50
Graphique 59 :	Nombre de <i>posts</i> X mentionnant le <i>Dogecoin</i> et le <i>Trumpcoin</i>	50
Graphique 60 :	Cours des 21 principaux crypto-actifs en dollars	51
Graphique 61 :	Analyse du co-mouvement entre crypto-actifs	51
Graphique 62 :	Indicateurs de centralité des crypto-actifs	52
Graphique 63 :	Indicateurs de centralité avec la finance traditionnelle.....	52
Graphique 64 :	Nombre de cyberattaques recensées par zone géographique	55
Graphique 65 :	Nombre de cyberattaques recensées dans le monde par type d'industrie visée.....	55
Graphique 66 :	Évolution de l'actif net de la gestion collective mondiale (<i>hors fonds de fonds</i>), par grande juridiction de domiciliation des fonds	61
Graphique 67 :	La structure géographique du marché (en termes de domiciliation) reste inchangée	61
Graphique 68 :	Évolution des flux nets de souscription-rachat.....	62
Graphique 69 :	Évolution de l'actif net des fonds domiciliés en Europe et répartition par juridiction	63
Graphique 70 :	Évolution des fonds monétaires français	64
Graphique 71 :	Évolution de l'actif et de la collecte des MMF français.....	64
Graphique 72 :	Évolution des coussins de liquidité hebdomadaire.....	65
Graphique 73 :	Évolution de la <i>weighted average maturity (WAM)</i>	66
Graphique 74 :	Évolution des fonds obligataires français.....	67
Graphique 75 :	Évolution de l'actif et de la collecte des fonds obligataires	67
Graphique 76 :	Évolution des fonds actions français	68
Graphique 77 :	Évolution de l'actif, de la collecte et de la valorisation des fonds actions	69
Graphique 78 :	Poids des différents types de titres dans le portefeuille des fonds actions français	69
Graphique 79 :	Évolution des fonds diversifiés français	70
Graphique 80 :	Évolution des autres fonds français	71
Graphique 81 :	Décomposition des fonds « autres » par grande typologie à fin 2024.....	71
Graphique 82 :	Marché français de la gestion : gestion collective (fonds de droit français) et gestion sous mandat (SGP françaises	73
Graphique 83 :	Prix des investissements en bureaux en euros « acte en main » par m ²	74
Graphique 84 :	Évolution des volumes d'investissements sur l'immobilier d'entreprise en Île-de-France.....	74
Graphique 85 :	Encours des principales catégories de fonds immobiliers.....	74
Graphique 86 :	LBO : investissement, désinvestissement et levées de capital dans le monde	80
Graphique 87 :	Levées de capital par zone géographique en Europe	81
Graphique 88 :	Levées de fonds, investissements et désinvestissements des fonds de <i>private equity</i> européens	81
Graphique 89 :	Levées des fonds de capital investissement français	81
Graphique 90 :	Fonds de capital investissement français : souscriptions des personnes physiques et des <i>family offices</i>	82
Graphique 91 :	Fonds de dette privée : encours gérés.....	83
Graphique 92 :	Levées de fonds français de dette d'entreprise.....	83
Graphique 93 :	Exemple de structure d'une transaction de titrisation synthétique sans garantie	83
Graphique 94 :	Encours des ETF domiciliés en Europe et ratio	88
Graphique 95 :	ETF vs. Fonds mutuels. Flux nets de collecte mondiaux et ratio.....	88
Graphique 96 :	Flux nets de collecte hebdomadaire des ETF actions domiciliés en Europe selon le type d'indice suivi	89
Graphique 97 :	Encours mondial d'ETP Bitcoin* au comptant	90
Graphique 98 :	Taux d'épargne et taux d'épargne financière des ménages.....	95
Graphique 99 :	Taux d'épargne des ménages par pays.....	95
Graphique 100 :	Confiance des ménages	95
Graphique 101 :	Revenu disponible, et pouvoir d'achat du revenu disponible par unité de consommation	95
Graphique 102 :	Confiance des ménages envers les placements en action.....	96
Graphique 103 :	Intention de souscription de placements en actions	96
Graphique 104 :	Patrimoine financier net des ménages.....	97
Graphique 105 :	Flux de placements financiers des ménages.....	97
Graphique 106 :	Structure du portefeuille des unités de compte des assureurs français à fin 2024	98

Graphique 107 :	Collecte nette annuelle par type de support	98
Graphique 108 :	Actif des fonds d'épargne salariale (FCPE et fonds d'actionnariat salarié) par type de support	99
Graphique 109 :	Décomposition de la variation d'actif net des fonds d'épargne salariale	99
Graphique 110 :	Répartition des encours d'épargne en entreprises entre plans d'épargne salariale et d'épargne retraite	99
Graphique 111 :	Détention en titres US	100
Graphique 112 :	Décomposition des effets de valorisation et volume sur les titres américains détenus par des résidents français	100
Graphique 113 :	Nombre de transactions sur actions des particuliers français	102
Graphique 114 :	Volume de transactions sur actions des particuliers français	102
Graphique 115 :	Nombre de transactions des investisseurs français selon leur âge	103
Graphique 116 :	Répartition du nombre de transactions des investisseurs français selon les tailles de capitalisation	103
Graphique 117 :	Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française	104
Graphique 118 :	Volume de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française	104
Graphique 119 :	Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française	105
Graphique 120 :	Nombre de transactions des particuliers français clients de <i>neobrokers</i> sur ETF de compétence française	105
Graphique 121 :	Nombre de transactions des particuliers français sur actions fractionnées et taille moyenne de transaction	105
Graphique 122 :	Nombre de transactions des particuliers français sur ETF fractionnés et taille moyenne de transaction	105
Graphique 123 :	Part des transactions sur ETF inverse ou levragé	107
Graphique 124 :	Cours du Bitcoin et volatilité (<i>estimée par l'amplitude de variation quotidienne en moyenne glissée sur deux semaines</i>)	108
Graphique 125 :	Cours du CAC et volatilité (<i>estimée par l'amplitude de variation quotidienne en moyenne glissée sur deux semaines</i>)	108
Graphique 126 :	Perception du niveau de risque par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10	108
Graphique 127 :	Perception du niveau d'adaptation par les particuliers français sur une échelle de 0 à 10	108
Graphique 128 :	Volume de produits structurés vendus en Europe	109
Graphique 129 :	Répartition des sous-jacents dans les produits structurés vendus en Europe en 2024	109
Graphique 130 :	Nombre de messages traitant du Bitcoin sur le forum WallStreetBets de Reddit et chez les influenceurs de plus de 100 000 followers sur X (ex-Twitter)	111
Graphique 131 :	Nombre de messages traitant d'ETF sur le forum WallStreetBets de Reddit et chez les influenceurs de plus de 100 000 followers sur X (ex-Twitter)	111

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 :	Montants de marges versées et reçues.....	39
Tableau 2 :	Synthèse de l'évolution des différents types de fonds français (Milliards d'euros).....	71
Tableau 3 :	Description des principaux types de supports.....	75
Tableau 4 :	Décomposition des titres d'OPC au portefeuille des assureurs français par code ISIN.....	78
Tableau 5 :	Encours des fonds de capital investissement français* (milliards d'euros).....	81
Tableau 6 :	Intentions d'investissement par catégorie d'ETF.....	91
Tableau 7 :	Structure de l'investissement en fonds des assureurs français à fin 2024.....	98
Tableau 8 :	Rémunération des dépôts et livrets des ménages français.....	98
Tableau 9 :	Liste des cinq ETF les plus échangés en 2023, 2024 et sur le premier trimestre 2025.....	107

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1 :	Croissance des volumes au <i>fixing</i> sur les titres du CAC 40.....	30
Encadré 2 :	Conséquences de la montée des droits de douane sur les marchés de matières premières.....	43
Encadré 3 :	L'importance croissante des <i>meme coins</i>	50
Encadré 4 :	Le levier des fonds français reste maîtrisé.....	72
Encadré 5 :	Évolutions réglementaires pour les SCPI.....	76
Encadré 6 :	Poids de l'assurance dans la distribution des fonds français.....	78
Encadré 7 :	Le <i>Significant Risk Transfer</i> (SRT) : interconnexions entre les banques et la finance privée.....	83
Encadré 8 :	Les risques à surveiller pour les <i>European long term investment funds</i> (ELTIF2).....	86
Encadré 9 :	Point d'attention sur le développement des stratégies alternatives.....	91
Encadré 10 :	Une épargne fortement investie en titres américains.....	100
Encadré 11 :	Peut-on mieux orienter l'épargne des ménages ?.....	101
Encadré 12 :	Produits complexes et structurés.....	109
Encadré 13 :	Encadré sur étude réseaux sociaux.....	111

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

Yoan Kesraoui

Clément Nouail

Secrétariat

Muriel Visage