



# CARTOGRAPHIE 2025 DES MARCHÉS ET DES RISQUES

Sébastien Raspiller, secrétaire général  
Kheira Benhami, cheffe économiste



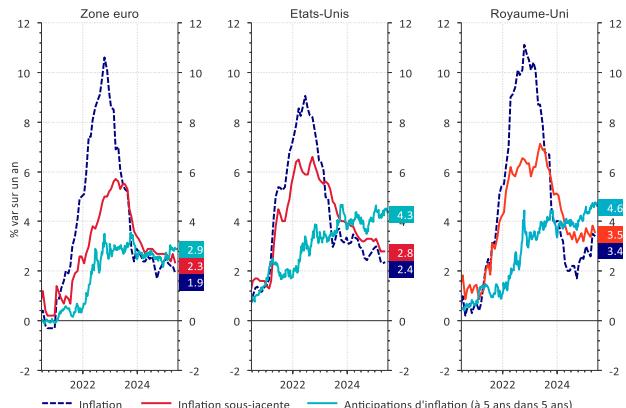
# Principaux messages

- A la suite de l'annonce par l'administration américaine de la mise en place de droits de douanes «réciproques» le 2 avril 2025, les marchés ont subi une correction marquée accompagnée d'une volatilité élevée
- Les perspectives macroéconomiques se dégradent et les divergences entre les États-Unis et l'Europe se confirment
- Les marchés ont bien résisté jusqu'ici, mais restent vulnérables dans un contexte géopolitique tendu et où le niveau d'incertitude élevé est appelé à durer
- Le risque cyber reste élevé

# Des prévisions de croissance revues à la baisse et une divergence croissante des politiques monétaires

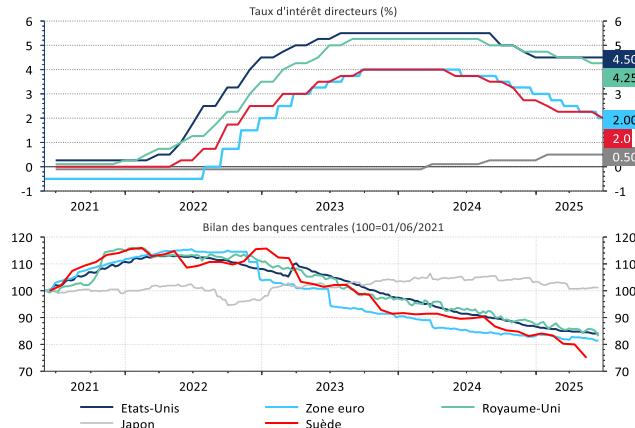
- Le Fonds monétaire international a ramené ses prévisions à 1 % pour la zone euro et à 1,8 % pour l'économie américaine pour 2025
- La divergence des politiques monétaires se confirme
  - la Banque centrale européenne (BCE) a opéré huit baisses de taux depuis juin 2024 pour ramener son taux directeur à 2 % en juin 2025.
  - La Réserve fédérale américaine a interrompu, en décembre 2024, le mouvement de baisse initié trois mois plus tôt et qui avait permis de ramener les taux de 5,50 % à 4,50 %.

Inflation aux États-Unis et en Europe



Sources : Datastream Refinitiv

Taux d'intérêt directeurs et bilan des banques centrales

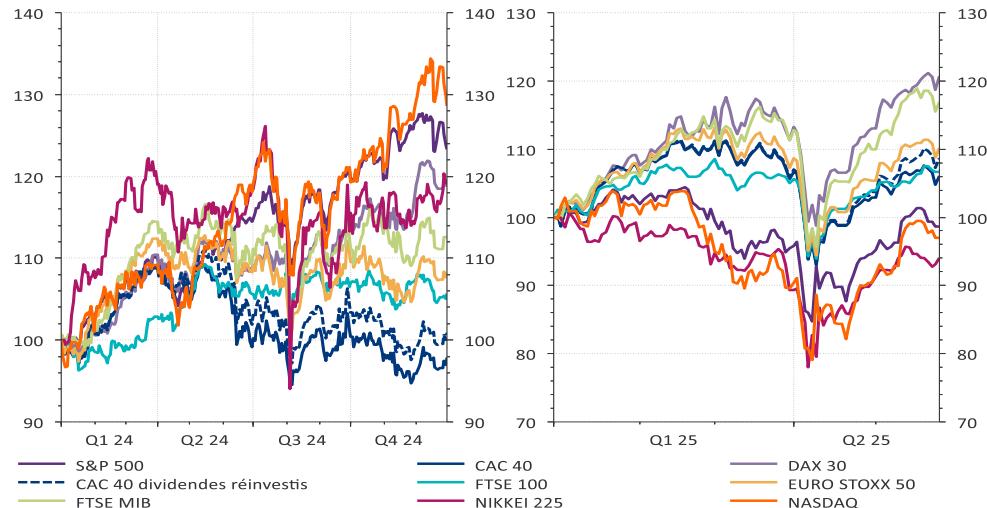


Source : Datastream Refinitiv

# Une correction significative sur les marchés rapidement effacée (1/2)

- Les marchés actions ont connu une forte correction à l'échelle internationale autour du "Liberation Day" avec un repli généralisé de 12 % entre le 2 et le 9 avril 2025
- Les valorisations boursières ont retrouvé début juin des niveaux proches, voire supérieurs, à leurs niveaux antérieurs

Évolution des indices boursiers

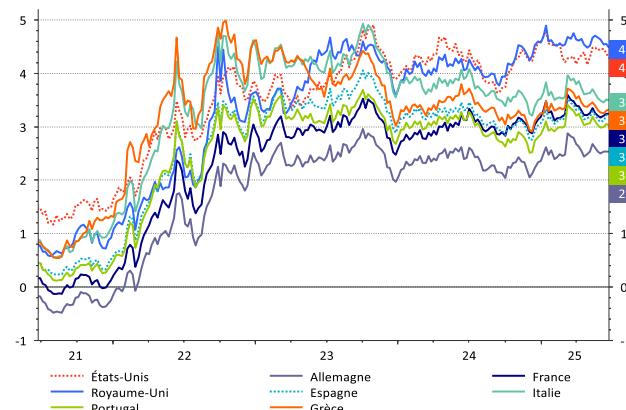


Source : Refinitiv Datastream  
Dernière observation : 24/06/2025

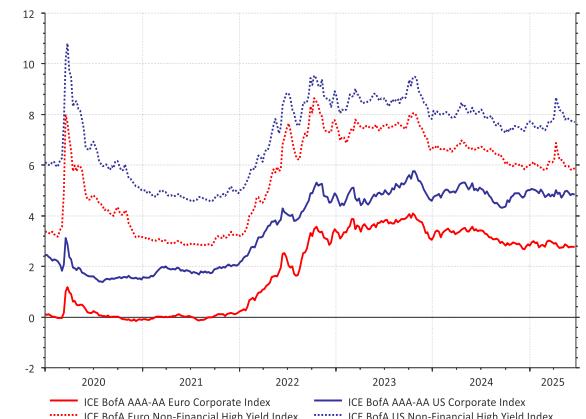
# Une correction significative sur les marchés rapidement effacée (2/2)

- Le changement d'orientation de la politique budgétaire allemande, début mars 2025, a provoqué une augmentation du rendement de l'emprunt d'Etat allemand à 10 ans (Bund) de 40 points de base et une hausse des rendements des obligations souveraines dans d'autres pays de la zone euro
- Sur le segment des obligations d'entreprise (*corporate*), la perception du risque, qui s'était très nettement améliorée en 2024, s'est aussi brutalement détériorée au début de l'année 2025 avant de revenir à leur niveau antérieur

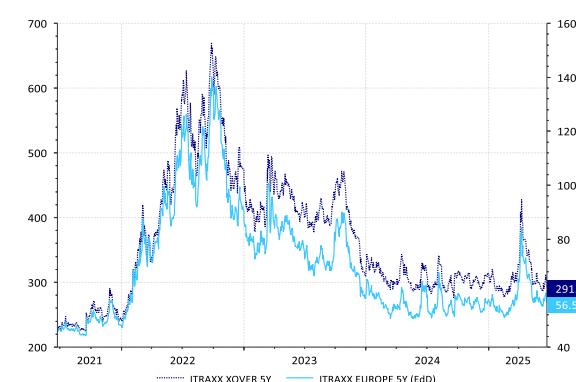
Évolution des taux des obligations souveraines à 10 ans (en %)



Taux des obligations *corporate* (%)



Indices CDS *corporate* en Europe



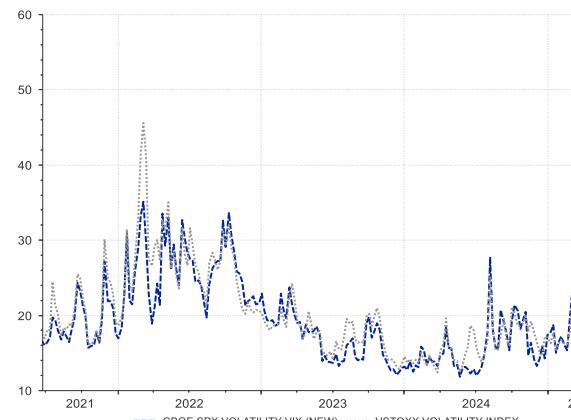
Source : Datastream Refinitiv

Dernière observation : 24/06/2025

# La volatilité s'installe sur tous les segments de marchés

- La correction s'est accompagnée d'une augmentation significative de la volatilité
- Si elle baisse après la mise en place du moratoire, la volatilité reste à des niveaux plus élevés qu'avant le choc et est appelée à perdurer compte tenu du contexte géopolitique et du niveau d'incertitude élevé

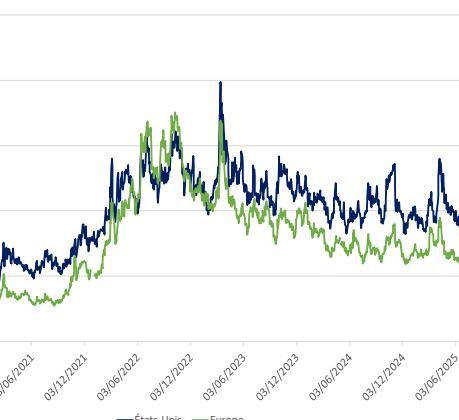
Évolution de la volatilité implicite en Europe et aux États-Unis (%)



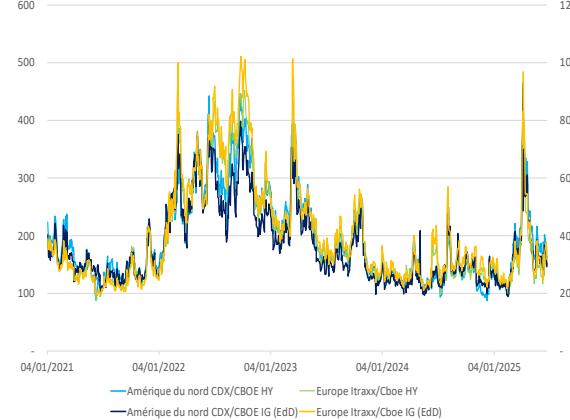
Source : Datastream Refinitiv  
Dernière observation : 24/06/2025

6

Volatilité obligataire, marchés souverains (%)



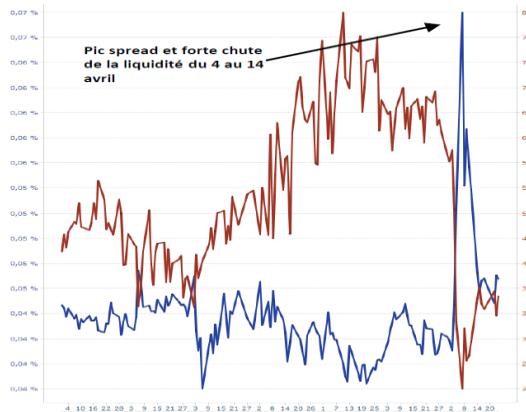
Volatilité des obligations corporate selon leur notation de crédit



# Une liquidité qui se maintient malgré les chocs

- La hausse de la volatilité s'est accompagnée d'une dégradation importante des quantités et prix offerts sur les marché actions. 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 du déclenchement de la guerre en Ukraine
- 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
- La liquidité est restée globalement satisfaisante, même si une dégradation rapide est possible en cas de retournement brusque de la conjoncture

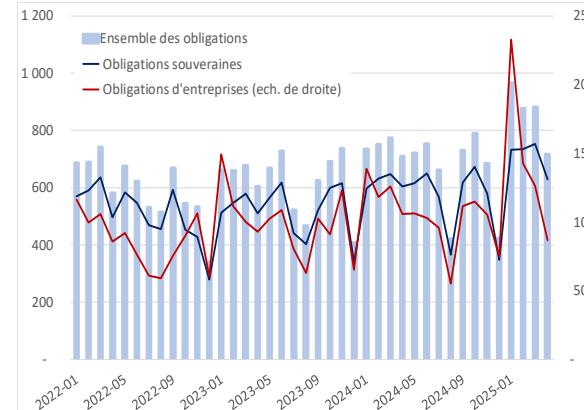
**Évolution de la liquidité des marchés actions à la meilleure limite  
(Euronext Paris, CAC 40, en euros, %)**



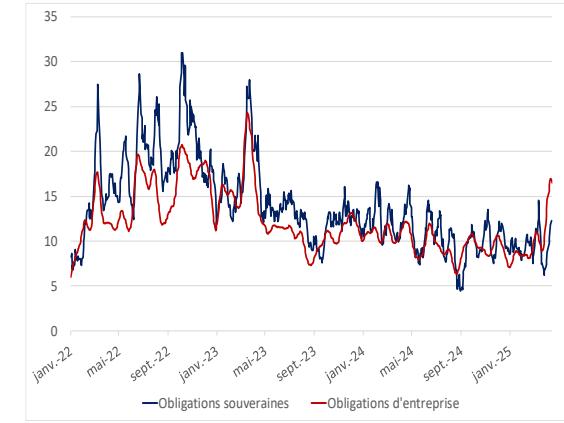
Sources : AMF, reporting des transactions

7

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



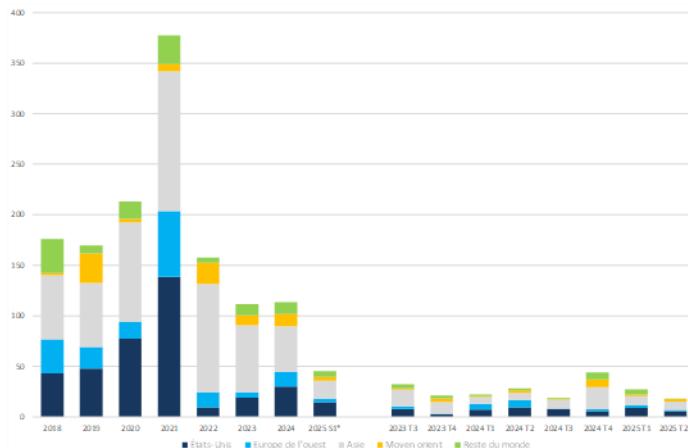
**Interquartile médian des prix de transactions des 100 titres les plus traités  
(en points de base – médiane mobile 10 jours)**



# Une situation contrastée sur les marchés primaires

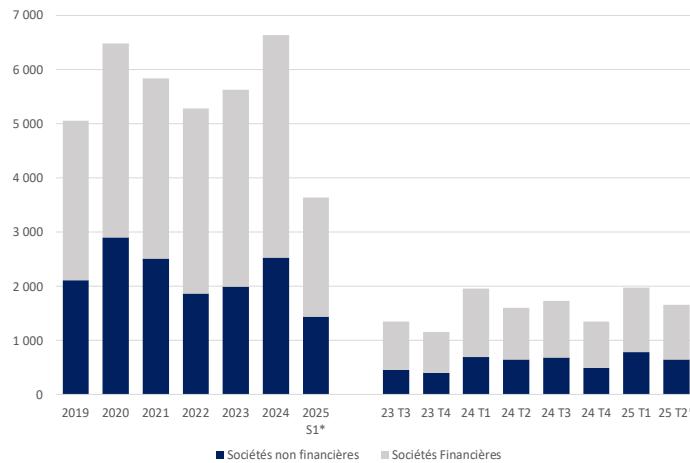
- Un net ralentissement des introductions en bourse, qui avaient pourtant amorcé une reprise en 2024. Les émissions de titres de capital d'entreprises déjà cotées, qui avaient retrouvé un certain dynamisme en 2024, se sont elles aussi effondrées au printemps 2025
- Les émissions d'obligations d'entreprise sont restées très dynamiques en particulier sur le segment des obligations à haut rendement

**Introductions en bourse**  
*(capitaux levés en milliards d'euros)*



Source : Eikon Refinitiv ; Données au 24/06/2025  
Note : Données hors SPAC pour les introductions en bourse

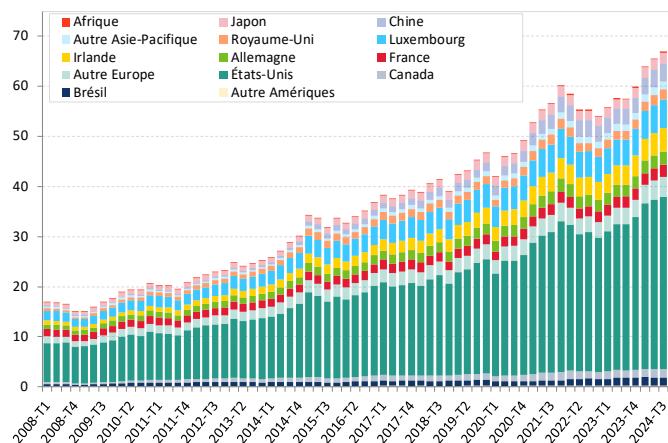
**Émissions obligataires dans le monde**  
*(en milliards d'euros)*



# L'encours de la gestion collective a continué de croître en 2024

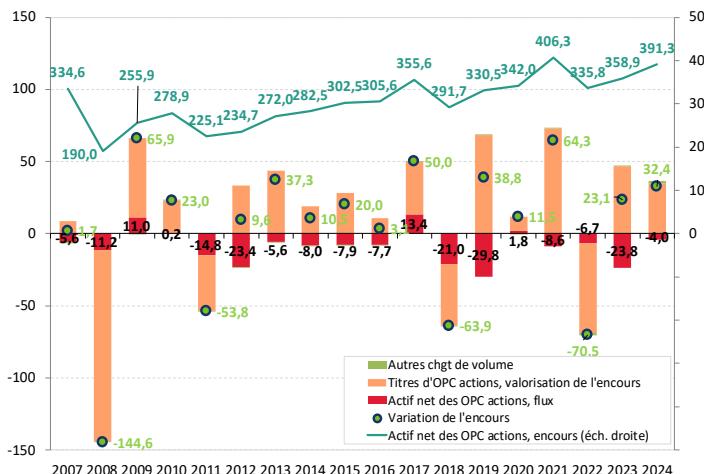
- L'année 2024 a été caractérisée par la poursuite de la croissance de la gestion collective mondiale (+19 % en 2024), expliquée majoritairement par un rebond de valorisation. La collecte s'est également située à un niveau élevé (32 % de la croissance de l'encours)
- Les fonds domiciliés en France ont 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

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



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

**Évolution de l'encours des fonds actions français (en milliards d'euros)**

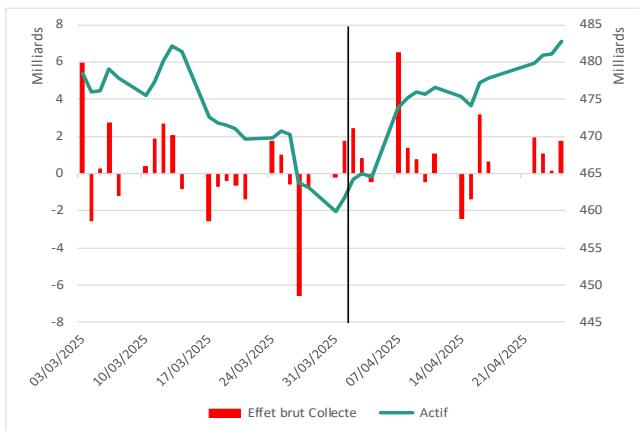


Sources : AMF, Banque de France

# La gestion collective française a fait preuve de résilience face aux tensions

- Les fonds monétaires ont enregistré une collecte nette positive
- Les flux sur les fonds actions, obligataires et diversifiés sont restés très limités
- Une exposition aux titres américains de 20 % pour les fonds actions et de 7 % pour les fonds obligataires

Évolution de l'actif et de la collecte des fonds monétaires français



Évolution de l'actif et de la collecte des fonds obligataires

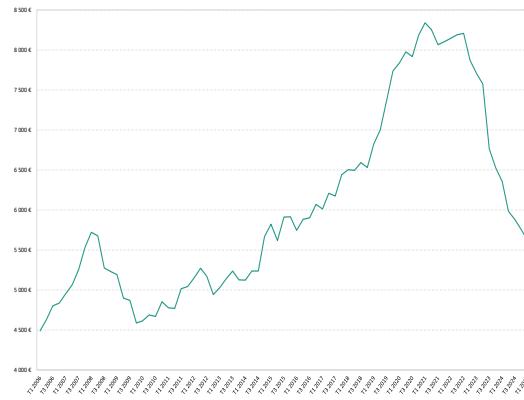


Sources : AMF, Banque de France

# Une situation qui s'améliore sur le marché de l'immobilier commercial mais qui reste un point d'attention

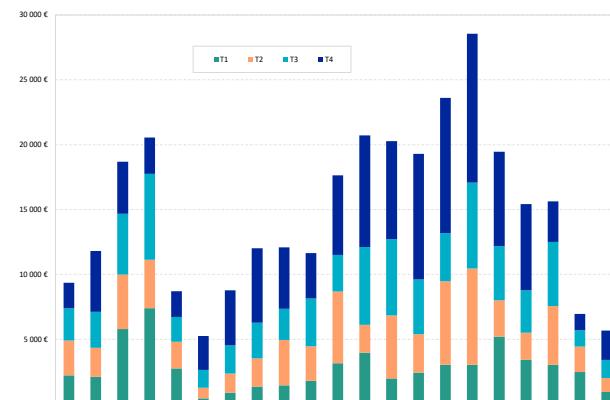
- Malgré la baisse des prix, les volumes d'investissement se sont encore réduits en 2024 par rapport aux transactions réalisées en 2023, qui étaient déjà très faibles, même si un léger rebond semble poindre en fin d'année
- A la suite des mesures incitatives prises par l'AMF en 2023, 66 % de l'encours des OPCVM et des fonds d'investissement à vocation générale (FIVG) est désormais équipé de mécanismes de plafonnement des rachats et 45 % d'outils anti-dilution

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

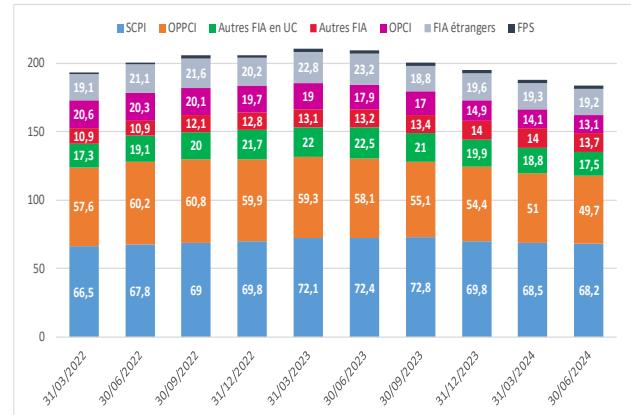


Source : Immostat

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



Encours des principales catégories de  
fonds immobiliers  
(milliards d'euros)

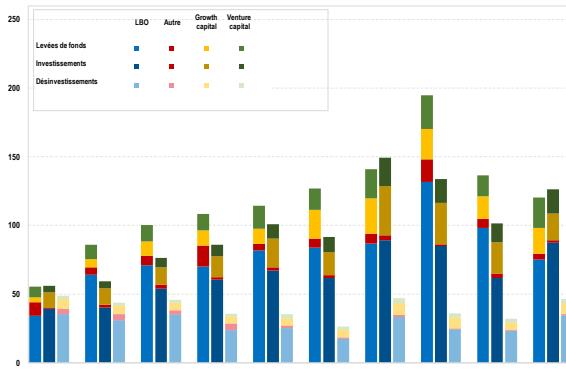


Source : AMF

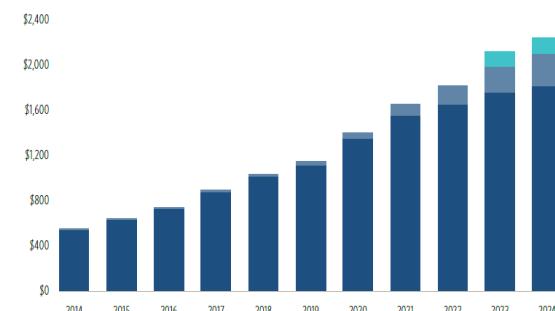
# La finance privée continue son expansion

- Les fonds de *private equity* : une baisse des levées de fonds mais une augmentation des investissements et des cessions
- 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
- Une collecte en baisse de 21 % en 2024 pour les fonds de dette, à un niveau proche de 5,5 milliards d'euros (après 7 milliards en 2023)
- 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

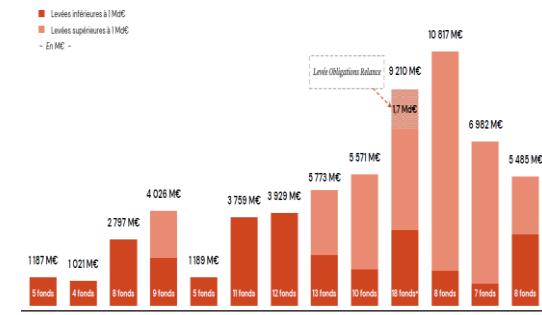
**Levées de fonds et désinvestissement des fonds de *private equity* européens (mds d'euros)**



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



**Levées de fonds des fonds de dette privée français**



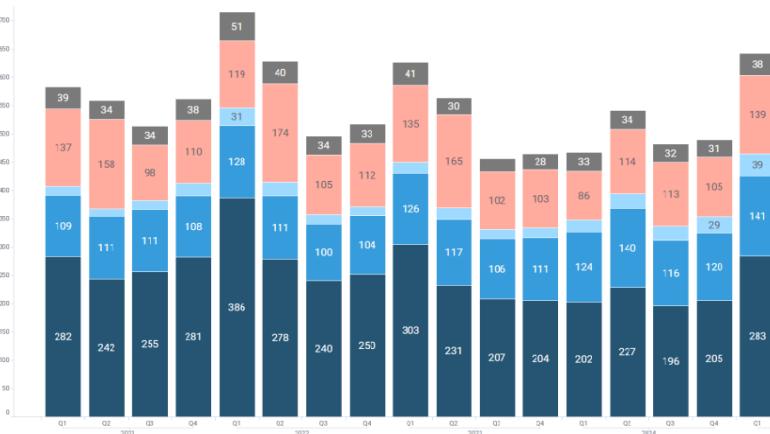
Source : France Invest

Sources : McKinsey sur la base de données de Preqin

# Structure des marchés actions : une augmentation significative de la part des transactions exécutées via des mécanismes d'enchères

- La part des transactions exécutées en continu sur des plateformes affichant les intérêts à l'achat et à la vente (*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*)
- La volatilité a également tiré les volumes échangés à la hausse à la faveur des plateformes *Lit* -> En période particulièrement volatile, les intervenants privilègient les plateformes transparentes pour assurer une exécution rapide de leurs ordres et au plus proche de la formation des prix

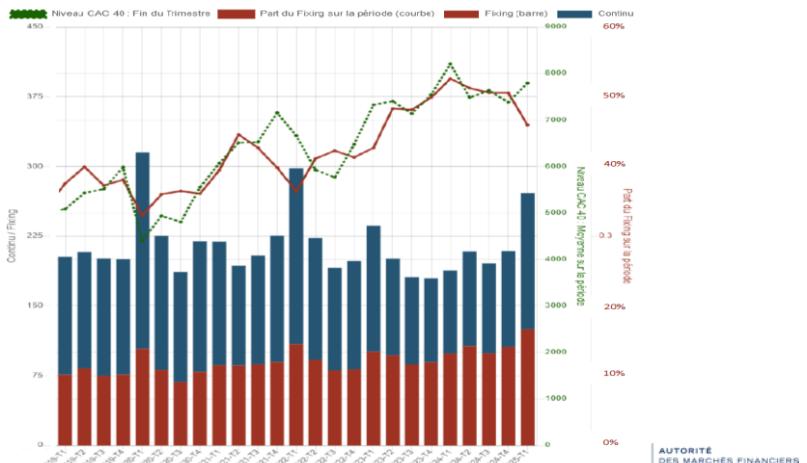
**Évolution des parts de marché par lieu d'exécution**  
(marché français, part de marché en montants échangés)



Sources : Refinitiv, AMF

13

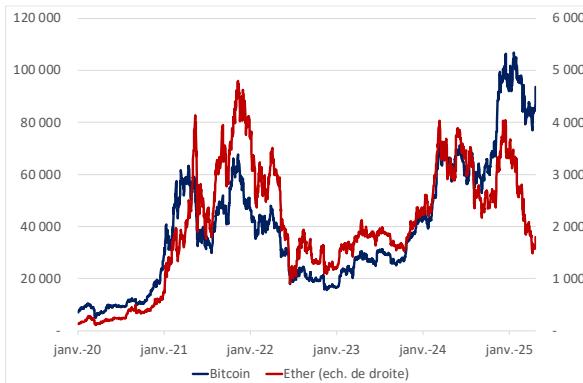
**Volumes échangés sur Euronext Paris**  
(Valeurs du CAC 40, milliards d'euros)



# Un intérêt accru des investisseurs pour les crypto-actifs

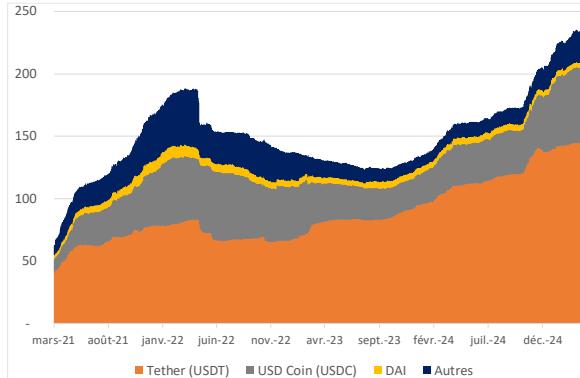
- Le Bitcoin a ainsi atteint de nouveaux sommets historiques, tandis que la capitalisation des *stablecoins* a progressé de 35 % depuis l'élection
- Cette dynamique de croissance s'accompagne toutefois d'une volatilité marquée et d'une sensibilité accrue aux évolutions du contexte macroéconomique et géopolitique
- L'expansion rapide s'accompagne d'un renforcement des interconnexions avec le système financier traditionnel, suscitant des inquiétudes croissantes en matière de propagation des chocs

Cours des principaux crypto-actifs  
(en euros)



Source : Bloomberg

Capitalisation boursière des principaux «stablecoins» (milliards USD)



Source : DeFiLlama

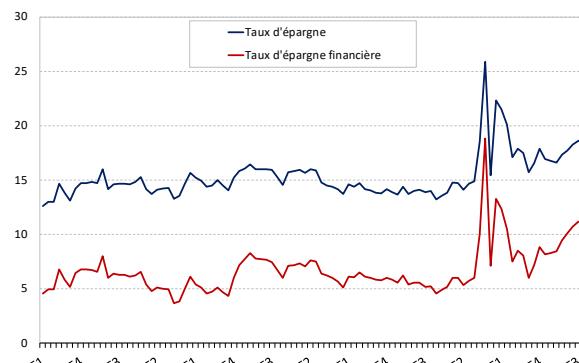
## Risques opérationnels : des incidents *cyber* en hausse

- Les incidents provoquant des perturbations des infrastructures critiques se multiplient, qu'ils soient dus à des défaillances internes (comme celles affectant T2S ou Bloomberg), 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*)
- Le risque cyber concerne l'ensemble des acteurs et les niveaux de préparation restent hétérogènes
- L'entrée en vigueur du règlement DORA (*Digital Operational Resilience Act*) depuis janvier 2025 constitue une avancée majeure : elle devrait renforcer la transparence sur les incidents et imposer la mise en place de dispositifs plus robustes en matière de gestion des risques opérationnels

# Un regain de l'appétence au risque des investisseurs particuliers

- Un rebond du taux d'épargne des ménages français en 2024. L'épargne financière (50 % de cette épargne) se concentre sur l'assurance vie, tandis que l'épargne réglementée accuse un recul avec la baisse des taux
- L'appétit des investisseurs particuliers pour les placements en actions atteint un niveau record en 2024 (30 % d'intention d'investissement). Leur activité sur le segment des ETF connaît une forte croissance, surtout ceux qui sont exposés aux indices internationaux (dominés par les actifs américains)
- Une part significative de la population (8 %) continue de manifester un intérêt pour les crypto-actifs

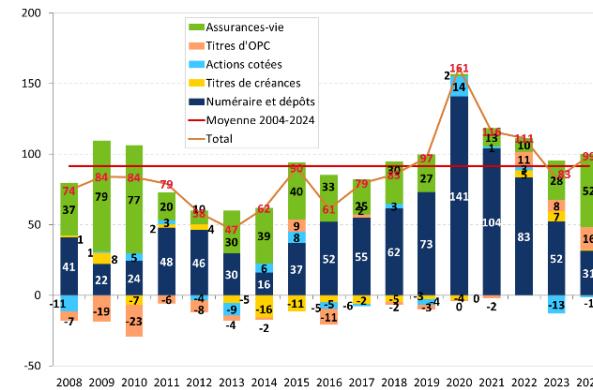
**Taux d'épargne et d'épargne financière des ménages**  
(en % du revenu disponible brut)



Sources : Comptes nationaux financiers, base 2010, calculs AMF.  
Note : Ménages hors entreprises individuelles et institutions sans but lucratif au service des ménages (EI et ISBLM);

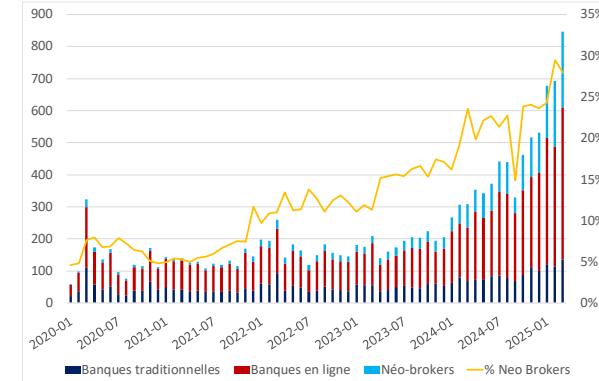
16

**Décomposition des flux de placements du poste "numéraire et dépôts"**  
(flux annuels, milliards d'euros)



Source : Comptes financiers trimestriels

**Nombre de transactions des particuliers français sur ETF de compétence française (en milliers)**



Source : AMF reporting des transactions

# Synthèse des risques 2025

Catégorie de risque	Niveau mi- 2025	Perspectives 2026
Risques de marché	■ rouge	↗
Risques de liquidité	■ orange	→
Risques de crédit	■ rouge	→

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

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

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

## 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.

# Synthèse des risques 2025

Segment de marché	Niveau mi- 2025	Perspectives 2026
<b>Marchés (actions, obligations, dérivés, cryptos)</b>		
- 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		
<b>Infrastructures</b>		
- 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, hacking, ransomwares) - 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		
<b>Gestion d'actifs</b>		
- 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		
<b>Épargnants</b>		
- 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)

# QUESTIONS ET RÉPONSES