



Panorama du marché obligataire français

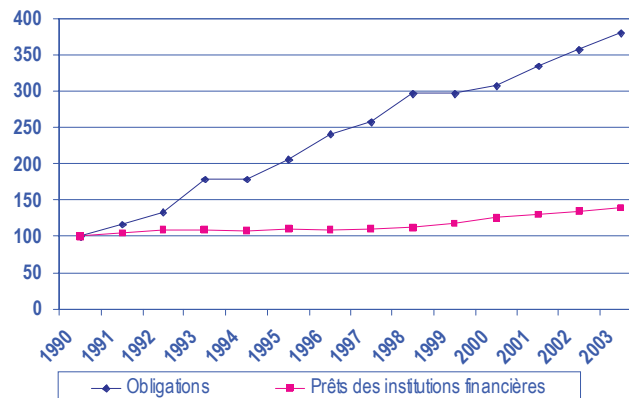
Fabrice Pansard
responsable du département des études
Direction de la régulation et des affaires internationales

INTRODUCTION

Les systèmes financiers ont connu dans de nombreux pays des évolutions considérables au cours des deux dernières décennies. La volonté des pouvoirs publics de promouvoir les marchés de titres (de créance et de capital) s'est manifestée par une reconfiguration de la structure des patrimoines des agents économiques (tant à l'actif qu'au passif) et par l'affirmation de nouveaux acteurs, comme les investisseurs institutionnels. L'étude entreprise ici est concentrée sur le marché obligataire français. Conformément à la méthodologie retenue par la Banque de France pour élaborer les comptes financiers nationaux, nous appréhendons ce marché par les titres obligataires émis par les agents résidents et par ceux émis par les agents non-résidents mais détenus par des investisseurs domestiques. Nous cherchons à mieux cerner comment a évolué la structure de ce marché, aussi bien du côté de la demande que du côté de l'offre, depuis le début des années quatre-vingt-dix. Ce faisant, nous nous intéressons à certaines questions "d'actualité", comme le développement du marché des obligations d'entreprise. Dans la mesure du possible, des éléments de comparaison internationale sont présentés.

Le marché obligataire français a connu un développement soutenu depuis le début des années quatre-vingt-dix. Si l'on considère la dette obligataire domestique (ie. en excluant les émetteurs non résidents), son encours a augmenté de 7% par an en moyenne sur la période 1990-2003. En 2003, sa valeur se montait à 1110 milliards d'euros. Si l'on ajoute à ce montant les titres émis par les agents non-résidents et possédés par les investisseurs domestiques, on obtient un total de 1560 milliards d'euros. Le graphique 1 permet de comparer les évolutions respectives, au sein des bilans des agents non financiers, des engagements sous forme de prêts traditionnels accordés par les institutions financières et des engagements sous forme d'emprunts obligataires. Assurément, le marché obligataire a crû à un rythme plus rapide que le crédit bancaire traditionnel, et il a pris de ce fait une place plus grande au sein des circuits de financement de l'économie.

Graphique 1 - Dette des agents non financiers sous forme d'obligations et de prêts accordés par des institutions financières (base 100 en 1990) - France



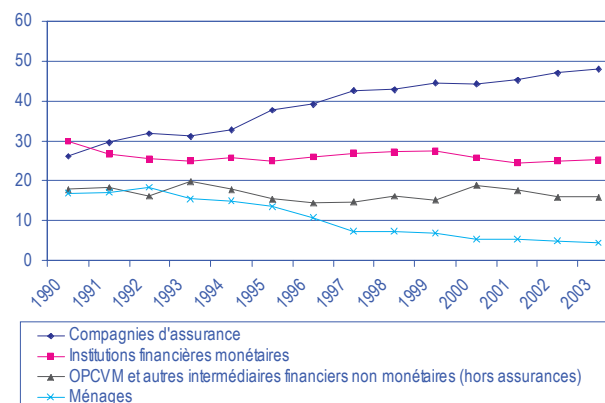
Source : Banque de France

NB : à titre indicatif, la valeur de la dette obligataire des agents non financiers est passée de 208 milliards d'euros en 1990 à 791 milliards en 2003. Sur la même période, les prêts des institutions financières sont passés de 1006 milliards d'euros à 1397 milliards.

I. LA DEMANDE D'OBLIGATIONS

L'examen de la structure de détention en 2003 permet de constater que la demande d'obligations est avant tout le fait d'institutions financières (graphique 2). Les compagnies d'assurance jouent en la matière un rôle de *leader*, puisqu'elles assument désormais près de la moitié de la détention des investisseurs domestiques. Viennent ensuite dans la hiérarchie les établissements de crédit et les OPCVM. La détention directe par les ménages est véritablement marginale, puisque ces derniers ne représentent que 4,3% de la demande domestique. La comparaison de cette configuration avec celle du début des années quatre-vingt-dix conduit à souligner les profondes évolutions qu'a connu le marché obligataire français depuis un peu plus d'une décennie. Le mouvement le plus marqué est certainement la substitution de la détention intermédiaire à la détention directe par les ménages. Il trouve son origine dans les comportements d'épargne et plus précisément de placements financiers, qui ont eux-mêmes profondément évolué. En l'occurrence, les acquisitions massives de contrats d'assurance-vie en euros, qui ont pour caractéristiques la garantie du capital et le versement d'un revenu régulier, ont eu directement pour contrepartie des achats massifs d'obligations par les compagnies d'assurance.

Graphique 2 - Répartition de la demande domestique d'obligations - France (%)



Source : Banque de France

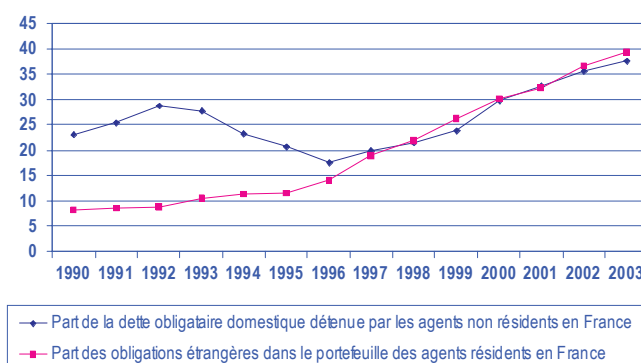
NB : afin de faciliter la lecture du schéma, ont été omis ici des détenteurs dont l'importance est de second ordre (entreprises, administrations publiques etc.).

Si l'on adopte un angle de vue plus large, et si l'on considère la demande d'obligations émanant des investisseurs étrangers, on observe que le marché obligataire est très fortement internationalisé : en 2003, environ 38% des obligations émises par les agents domestiques étaient détenues par des agents non résidents (graphique 3). Cette situation est la résultante d'une tendance qui trouve son origine dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix, et qui est une conséquence directe de la mise en place de l'euro. L'élimination du risque de change qui en a découlé a entraîné une intégration de fait des places financières des pays membres de l'Union monétaire et de nouvelles opportunités de placement et de diversification.

Elle a notamment permis à certains investisseurs de se soustraire à des contraintes d'offre auxquels ils étaient soumis dans leur pays de résidence. On peut, par exemple, citer le cas des fonds de pension aux Pays-Bas, qui gèrent des montants de capitaux très importants au regard de la taille des marchés financiers néerlandais et qui ont certainement profité de l'arrivée de l'euro pour investir plus massivement sur l'ensemble de la zone euro.

La composition du portefeuille des fonds d'investissement italiens permet de bien mesurer cette internationalisation des placements consécutive à la monnaie unique : en 1998, selon la Banque d'Italie, les titres d'émetteurs italiens représentaient près de 76% du portefeuille obligataire de ces fonds (contre 24% pour les émetteurs étrangers) ; en 2001, le poids des émetteurs domestiques était tombé à 55%, et celui des émetteurs étrangers avait progressé à 45%. Au sein de cette dernière composante, près des deux tiers appartenaient à la zone euro.

Graphique 3 - Internationalisation des portefeuilles obligataires (%)



Source : Banque de France

Ces statistiques sur la détention par les non résidents de titres de dette français ne doit pas s'interpréter comme témoignant d'une insuffisance d'épargne longue, à l'image des propos souvent tenus à l'égard du marché des actions.

La préférence marquée des ménages pour les produits d'épargne longue depuis plus d'une décennie a permis d'alimenter le marché de la dette domestique, mais également les marchés étrangers : en 2003, les obligations étrangères représentaient près de 40% du portefeuille des investisseurs domestiques (graphique 3). Ces derniers ont donc également largement internationalisé leurs portefeuilles au cours de ces dernières années.

L'examen des situations sur les principaux marchés obligataires permet de constater à la fois des spécificités et des tendances communes. Dans certains pays européens, la détention directe d'obligations par les ménages est significative, voire très importante (tableau 1). C'est particulièrement le cas en Italie, où existe une longue tradition de détention de titres de la dette publique par les ménages. Le rééquilibrage progressif des finances publiques italiennes dans le cadre du processus d'intégration monétaire a cependant changé la nature du portefeuille d'obligations des ménages : en 2003, ce sont essentiellement des obligations bancaires qu'ils détiennent, et non des titres de la dette publique. En Allemagne également les ménages détiennent encore directement un montant significatif de la dette obligataire, même si le phénomène est plus modeste qu'en Italie. Au Royaume-Uni, l'existence de régimes de retraite par capitalisation se traduit par une sur-représentation des investisseurs institutionnels, dans des proportions d'ailleurs assez proches de celles de la France puisque le triptyque fonds de pension-compagnies d'assurance et OPCVM assume environ 57% de la détention domestique.

Tableau 1 - Répartition de la détention domestique d'obligations (année 2003, %)

| | Allemagne | Espagne | France | Italie | RU |
|--|-----------|---------|--------|--------|------|
| Ménages | 20,3 | 6,2 | 4,3 | 44,4 | 2,9 |
| Institutions financières, dont : | 75,9 | 87,8 | 89,1 | 51,7 | 92,7 |
| Ass. et fonds de pension | 5,4 | 23,2 | 48,0 | 14,6 | 44,2 |
| OPCVM et autres interm. fin. non monétaires* | 19,4 | 17,0 | 16,0 | 18,0 | 13,1 |
| Intermédiaires fin. monétaires | 51,1 | 47,6 | 25,1 | 19,0 | 35,3 |
| Entreprises non financières et APU | 3,8 | 6,0 | 6,5 | 4,0 | 4,4 |

* hors assurances et fonds de pension

Source : Banques centrales

Les tendances actuelles montrent qu'il y a en Europe comme en France un mouvement de substitution de la détention indirecte à la détention directe. La montée en force des formes de gestion collective consécutive à l'adhésion massive des ménages aux titres d'OPCVM et/ou aux produits offerts par les compagnies d'assurance et les fonds de pension se traduit par une institutionnalisation de plus en plus marquée de la détention obligataire. De la même manière, les marchés obligataires tendent à devenir de plus en plus ouverts sur l'étranger, et tout particulièrement les marchés européens. On peut de nouveau se concentrer sur le cas de l'Italie, en considérant l'exemple de sa dette publique. Le tableau 2 permet de mettre en évidence les changements très marqués qu'a connus la structure de détention de la dette publique en seulement quelques années. En 1995, les ménages avaient dans leur portefeuille 35% de la dette obligataire des administrations publiques, contre environ 11% pour les investisseurs institutionnels domestiques (OPCVM et assureurs) et 19% pour les investisseurs étrangers. En 2003, le poids des ménages a reculé de près de 18 points pendant que celui des investisseurs institutionnels domestiques et celui des investisseurs étrangers augmentaient respectivement de 8 et 28 points.

Tableau 2 - Détention de la dette publique en Italie (%)

| | 1995 | 2003 |
|---|--------------|--------------|
| Ménages | 34,9 | 17,1 |
| Institutions financières, dont : | 42,2 | 34,6 |
| - Assurances et fonds de pension | 6,0 | 11,9 |
| - OPCVM et autres intermédiaires financiers non monétaires* | 5,3 | 7,7 |
| - Intermédiaires financiers monétaires | 30,9 | 15,0 |
| Entreprises non financières et APU | 3,8 | 1,4 |
| Reste du monde | 19,1 | 46,9 |
| Total | 100,0 | 100,0 |

* hors assurances et fonds de pension

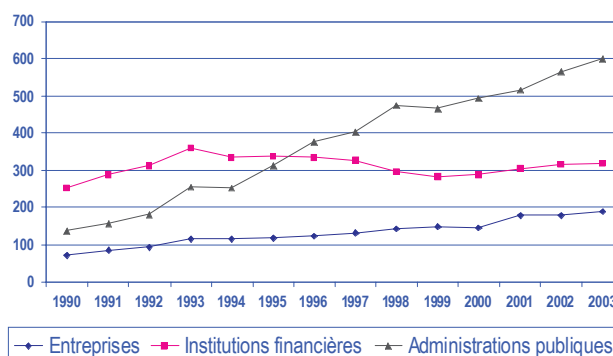
Source : Banque d'Italie

II. L'OFFRE D'OBLIGATIONS

En France, la décomposition par type d'émetteurs montre que pour l'essentiel, ce sont les émissions réalisées par les administrations publiques qui ont contribué à la progression de l'offre d'obligations depuis le début des années quatre-vingt-dix (graphique 4). En dépit d'un contexte macroéconomique et politique axé sur la réduction des déséquilibres macroéconomiques, les encours d'obligations émises par les administrations publiques ont augmenté au rythme de 12% par an en moyenne sur l'ensemble de la période 1990-2003. Les institutions financières (principalement les établissements de crédit), qui captent une part très importante de leurs ressources sur le marché monétaire, et a fortiori les entreprises non financières, ont joué un rôle beaucoup plus modeste. En 2003, les premières représentaient près de 29% de l'offre domestique d'obligations et les secondes 17%.

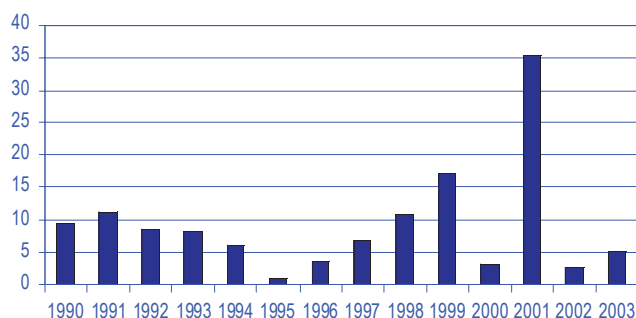
On a souvent insisté sur le développement du segment des obligations d'entreprise au cours de ces dernières années. Parmi les raisons avancées pour justifier un tel développement, se trouvaient notamment la mise en place de l'euro (qui augmente les capacités de placement des émetteurs) et, de manière plus conjoncturelle, le financement des investissements en nouvelles technologies. Les statistiques montrent effectivement que les flux d'émissions d'obligations se sont en moyenne intensifiés dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix, exception faite des années difficiles qu'a pu connaître le marché dit du " crédit " (notamment en 2002, graphique 5).

Graphique 4 - Répartition par émetteur de la dette obligataire domestique - France (Mds d'euros)



Source : Banque de France

Graphique 5 - Emissions nettes d'obligations par les entreprises - France (Mds d'euros)



Source : Banque de France

Les encours d'obligations d'entreprise ont de ce fait significativement progressé, passant de 117 milliards d'euros en 1995 à 189 milliards en 2003. Toutefois, la taille de ce marché est encore modeste, notamment si on la rapporte à l'ensemble des financements sollicités par les entreprises. En 2003, les emprunts obligataires ne représentaient pas plus de 13% de la dette (bancaire et de marché) des entreprises françaises. De plus, le marché obligataire est très concentré et certaines des tendances précédentes résultent du comportement de quelques émetteurs de très grande taille. Ainsi, la progression des encours depuis le début des années 2000 est due pour une part importante à l'emprunt obligataire de 19 milliards d'euros émis en 2001 par France Télécom.

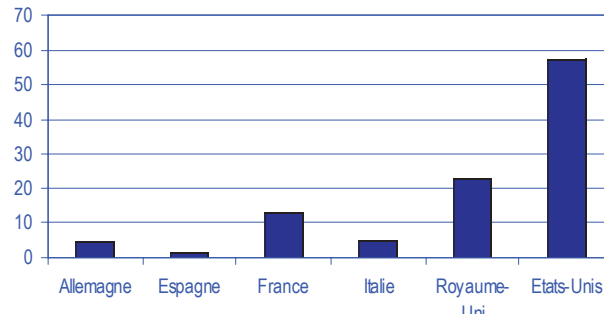
Un examen des situations nationales conduit à mettre en évidence la grande hétérogénéité des structures d'offre d'obligations. Elle reflète des organisations de circuits de financement très différentes d'un pays à l'autre. Dans les pays du Sud de l'Europe, de larges déficits publics ont positionné l'Etat comme premier emprunteur obligataire (tableau 3). Les autres émetteurs ont un poids beaucoup plus faible, voire négligeable. En Allemagne, l'existence de canaux spécifiques de financement du logement se traduit par l'existence d'un très large marché des obligations foncières : les institutions financières exercent donc un rôle majeur sur le marché (elles représentent 61% des encours obligataires). Les entreprises jouent en revanche, comme en Espagne et en Italie, un rôle très modeste. Les pays anglo-saxons se distinguent par un large marché des obligations d'entreprise. Au Royaume-Uni, la dette obligataire *corporate* représente environ 25% de la dette obligataire totale domestique. Aux Etats-Unis, il est difficile de dresser un état des lieux très précis, dans la mesure où les statistiques de la Fed appréhendent globalement les marchés monétaire et obligataire. En 2003, la dette obligataire *corporate* s'élevait à 2869 milliards de dollars, et elle représentait 57 % de l'endettement des entreprises. La même statistique ne dépasse pas 23% au Royaume-Uni et, comme nous l'avons vu précédemment, 13% en France (graphique 6).

Tableau 3 - Répartition par émetteur de la dette obligataire domestique en Europe (année 2003, %)

| | Allemagne | Espagne | France | Italie | RU |
|-------------------|-----------|---------|--------|--------|------|
| Entreprises | 2,7 | 1,9 | 17,1 | 2,5 | 24,9 |
| Adm. publiques | 36,5 | 63,2 | 54,1 | 66,5 | 31,3 |
| Inst. financières | 60,9 | 34,8 | 28,8 | 31,1 | 43,8 |

Source : Banques centrales

Graphique 6 - Poids de la dette obligataire dans l'endettement des entreprises non financières (année 2003, %)



Source : Banques centrales

III. PERSPECTIVES

Il est bien entendu difficile de dresser un scénario précis d'évolution du marché obligataire. Plusieurs éléments, touchant à la fois aux comportements d'épargne et de financement des différents acteurs, peuvent être avancés pour dessiner quelques pistes. Les tendances de l'épargne des ménages ne devraient pas être remises en cause dans les années à venir. De nombreux facteurs plaident pour le maintien d'une épargne longue très abondante, transitant par des vecteurs de gestion collective (assureurs, OPCVM). Parmi ces facteurs, on peut citer la démographie, la fiscalité, ou encore l'innovation financière (introduction du Perco, du Perp...). A moins de supposer un basculement massif peu probable des portefeuilles en direction du marché des actions, ces flux d'épargne se traduiront par des achats de plus en plus importants de titres obligataires par les investisseurs institutionnels. Si l'on prend comme référence les comportements de placements financiers des ménages observés sur la période 2001-2003, on peut à titre indicatif en déduire que les achats de titres obligataires transitant par les investisseurs institutionnels pourraient être de l'ordre de 50 milliards d'euros par an au cours des cinq prochaines années. On peut noter à ce stade, compte tenu du degré d'internationalisation du marché obligataire, que des tendances similaires de l'épargne seront vraisemblablement observées dans les principaux pays de la zone euro, comme en témoigne l'essor de l'assurance-vie et de la gestion collective en Allemagne et en Italie. Dès lors, à une forte demande domestique pourrait se superposer une demande importante émanant des agents non résidents.

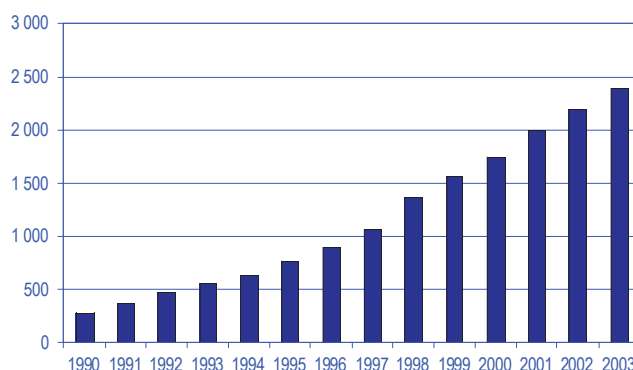
Du côté de l'offre, on pourrait assister à moyen terme à un rééquilibrage des marchés obligataires entre émetteurs publics et émetteurs privés (institutions financières et entreprises). Plusieurs arguments peuvent être là aussi avancés. Tout d'abord, le respect des engagements européens en matière de déficits publics devrait limiter les émissions de l'Etat, en France comme d'ailleurs dans le reste de l'Europe. Cette contrainte sur les émissions de titres publics sera de nature à faciliter l'émergence d'une offre de titres privés, par nature de moins bonne qualité (plus risquée et moins liquide). Ensuite, l'avènement de la monnaie unique a entraîné un élargissement considérable du marché obligataire, avec tous les effets bénéfiques que l'on peut attendre tant sur le plan de la capacité pour l'émetteur à placer ses titres que sur le plan de la liquidité du marché secondaire (propriété fondamentale pour les investisseurs).

Le développement du marché des obligations privées peut *a priori* prendre deux directions. La première est celle d'une croissance significative du marché des obligations d'entreprise. Elle implique une érosion du rôle des banques dans leur fonction de financement de l'économie, puisque les entreprises substituent de la dette de marché à de la dette bancaire. Le risque de crédit est dans ce cas porté par l'investisseur institutionnel qui a acquis le titre. Cette configuration n'est pas intuitivement la plus évidente. La littérature théorique montre bien que l'existence d'asymétrie d'information complique l'accès au marché de la dette, et que les financements bancaires constituent pour la majorité des entreprises la solution la plus satisfaisante dans la mesure où elle leur permet de tirer profit de la relation de long terme qu'elles entretiennent avec les banques (en particulier dans le cadre de l'activité de tenue de compte). Un second scénario peut être envisagé, c'est celui d'un allongement de la chaîne d'intermédiation financière. Sous cette hypothèse, les banques continuent à être en contact avec les entreprises dans le cadre de relations traditionnelles de financement. L'appel au marché est alors réalisé par les banques elles-mêmes, qui vont trouver auprès des marchés financiers (donc auprès des investisseurs institutionnels) les ressources nécessaires au financement de leur activité de crédit.

Il y a dans ce cadre un partage fonctionnel des rôles entre les investisseurs institutionnels et les banques : les premiers fournissent aux ménages un service de gestion à long terme de l'épargne, pendant que les secondes fournissent un service de financement de l'économie (crédits aux ménages et aux entreprises). Privilégier un tel scénario revient à anticiper un développement des émissions opérées par les banques et plus largement par l'ensemble des institutions financières en charge de distribuer des crédits. Pour ce qui est de la charge du risque de crédit, deux possibilités peuvent être considérées : la première est celle où le risque de crédit est supporté par l'établissement bancaire ; la seconde est celle où il est transféré à l'investisseur, à travers des mécanismes de titrisation de créance, de dérivés de crédit voire même de titrisation synthétique alliant les deux technologies.

Il est bien entendu difficile de s'avancer beaucoup plus sur la manière dont les circuits de financement vont évoluer. Les pays anglo-saxons montrent de ce point de vue des expériences assez variées. Au Royaume-Uni, par exemple, le marché obligataire *corporate* est de taille importante, mais le recours à l'endettement de marché par les entreprises demeure modéré si on le rapporte à l'ensemble des financements qu'elles ont sollicités. En fait, si l'on tient compte des émissions de billets de trésorerie, on peut constater que l'endettement de marché des entreprises relativement à leur endettement bancaire traditionnel est du même ordre de grandeur en France et au Royaume-Uni. Aux Etats-Unis, la dette de marché (quasi exclusivement de type obligataire) représente la majorité de l'endettement des entreprises non financières, et le recours au marché obligataire est donc une pratique très courante. On assiste également dans ce pays à un développement très important des opérations de titrisation, comme en témoigne la progression des encours d'*Asset Backed Securities* (ABS) sur la période récente (graphique 7).

Graphique 7 - Encours de véhicules ABS aux Etats-Unis (Mds de dollars)



Source : Federal Reserve