Zeitschrift: Revue économique franco-suisse
Herausgeber: Chambre de commerce suisse en France
Band: 70 (1990)
Heft: 2

Artikel: Le marché obligataire français
Autor: Cosma, Olivier
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-886848

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 11.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Le marché obligataire français

Olivier Cosma,
Responsable de la gestion obligataire à la Banque Pommier, Paris

Jusqu'à présent, le marché obligataire en francs français est surtout connu des investisseurs suisses par le biais de l'euro-marché (ce dernier étant attrayant du fait de l'absence de retenue à la source sur les coupons, facilité qui était naguère encore refusée aux emprunts domestiques).

Dans ce domaine, comme dans d'autres, l'idée européenne a fait son chemin ; et au sein de la Communauté, l'école libérale l'a finalement emporté. Déjà le marché français, comme tout marché domestique européen aspirant à jouer un rôle à l'échelle internationale, est débarrassé de telles contraintes bureaucratiques.

Quelques chiffres

a) Le tableau ci-dessous donne, à fin 1988 :

- la capitalisation boursière des principaux marchés obligataires domestiques mondiaux,
- le ratio capitalisation/PNB pour chaque pays.

La capitalisation boursière obligataire (encours nominal de toutes les obligations actuellement en circulation), constitue un reflet représentatif de l'État et des entreprises publiques et privées, donc des forces vives du pays.

De la même façon, le PNB est une image relativement parlante de la « force de frappe » de l'économie nationale.

C'est pour la France que le ratio étudié ci-dessus ressort le plus faible. La marge de manœuvre de recours à l'emprunt pour financer l'économie nationale reste donc importante, et laisse ainsi présager un excellent « risque pays ».

b) Place des emprunts d'État

Ces emprunts d'État représentent environ 30 % de l'encours précédent (et 38 % des émissions nouvelles en 1989). Nous limiterons notre étude pour l'essentiel à cette catégorie de papier, qui possède au mieux les qualités de liquidité, de sécurité et de transparence.

L'importance et la haute technicité données au marché des emprunts d'État français sont le fruit d'une volonté politique explicite de faire de Paris l'une des premières places financières de l'Europe de demain.

La mise en place, dès 1991, d'un marché à terme des Titres d'État Français au Chicago Board of Trade témoigne de ce rayonnement.

	Capitalisation (milliards de USD)	Capitalisation/PNB
États-Unis	4 517	0,93
Japon	2 161	0,74
RFA	753	0,63
Italie	534	0,64
Royaume-Uni	344	0,43
France	332	0,34
Canada	245	0,45
Belgique	188	1,42
Danemark	160	1,68
Suisse	157	0,87

Source : Salomon Brothers.

Les atouts techniques du marché des emprunts d'État

a) La liquidité

Depuis 1986, le Trésor Français a recours, pour l'émission de ses emprunts, à une procédure d'adjudication « à la hollandaise », qui a lieu mensuellement et sur des souches d'emprunts en nombre limité. Dès la date de règlement, le papier nouvellement émis, mais sur une souche déjà existante, est « assimilé » et vient grossir l'encours du papier de même type.

En quatre ans, se sont ainsi constituées une dizaine de lignes différentes (nommées Obligations Assimilables du Trésor, en abrégé OAT), de durées diverses (entre 3 et 29 ans à l'heure actuelle), chacune possédant un encours de plusieurs dizaines de milliards de francs. Ce fait assure une excellente liquidité au marché des titres d'État, quelle que soit la durée d'investissement choisie (voir tableau ci-dessous).

Sur l'ensemble des OAT 8,50 % 1997, 9,50 % 1998, 8 125 % 1999 et 8,50 % 2000, le volume moyen de transactions journalières en mars 1990 a été de :

- 2 621 MF en Bourse de Paris,
- 4 623 MF en Cedel et Euroclear.

Ce volume représente 5,7 % de l'encours.

b) Les indices de taux

La volatilité croissante des marchés a conduit au développement, dès les années soixante-dix, des emprunts à taux variable. Les références utilisées sur les emprunts d'État sont :

- le TME (taux moyen, constaté sur un mois, d'un échantillon d'emprunts d'État à taux fixe et de maturité allant de 7 à 10 ans),

C'est en apportant des solutions créatives à divers problèmes concernant les transports ferroviaires que les Ateliers de Constructions Mécaniques de Vevey SA ont acquis leur réputation d'innovateurs dans le domaine du matériel roulant.

Le développement du bogie porteur (brevet VEVEY) et du plancher surbaissé qui en résulte est certainement l'exemple le plus frappant de cette créativité. Il débouche sur un extraordinaire succès: en peu d'années, VEVEY construit et réalise trois générations de tramways à plancher surbaissé (TPG Genève, SVB Berne, TRAS St-Etienne, France)!

TRANSPORTS PUBLICS: D'INNOVATION EN INNOVATION!

Cette application est même étendue aux chemins de fer à voie métrique: les compagnies FART (Locarno, Suisse) et SSIF (Domodossola, Italie) sont les premières à avoir voulu bénéficier des avantages offerts par ces types de véhicules.

Par ses constants développements, VEVEY contribue à:

– améliorer le confort des passagers,

– augmenter l'attrait des chemins de fer à voie métrique,

et, par conséquent, à élever le rendement des compagnies de transport public.

Ateliers de Constructions Mécaniques de Vevey SA
1800 Vevey (Suisse)
Tél. 021/925 71 11 – Fax 021/921 00 60

VEVEY

□ le TMB (taux actuariel constaté lors des adjudications de bons du Trésor à 13 semaines).

Cette coexistence de référence court terme et long terme permet de faire face dans de bonnes conditions à toute situation particulière en matière de taux d'intérêt.

Exemple : en 1989, l'inversion de la courbe des taux (échéances courtes plus rentables qu'échéances longues) a perduré tout au long de l'année. En conséquence, les emprunts à référence longue ont été très onéreux à porter : leur cours s'est effondré et ils n'ont donc pu remplir le rôle traditionnel de préservation du capital. Ils ont été relayés en cela par les emprunts à référence courte.

c) Les instruments de couverture

Le MATIF (Marché à Terme International de France) cote l'« emprunt notionnel », emprunt fictif représentatif d'un emprunt d'État de 7 à 10 ans.

La vente de « contrats notionnels », adossée à la détention d'une ligne d'emprunt d'État moyen terme à taux fixe, permet de neutraliser les éventuelles moins-values en capital qui peuvent résulter de la volatilité des marchés.

De plus, une chambre de compensation assure la bonne fin des transactions et annihile ainsi le risque de contrepartie.

d) Simplicité de négociation

Ces emprunts peuvent se négocier (par blocs de 10 MF ou plus) en prix net et directement entre intervenants. La négociation échappe donc au monopole des agents de change, ce qui constitue un important facteur de souplesse.

Les obligations autres que les emprunts d'État

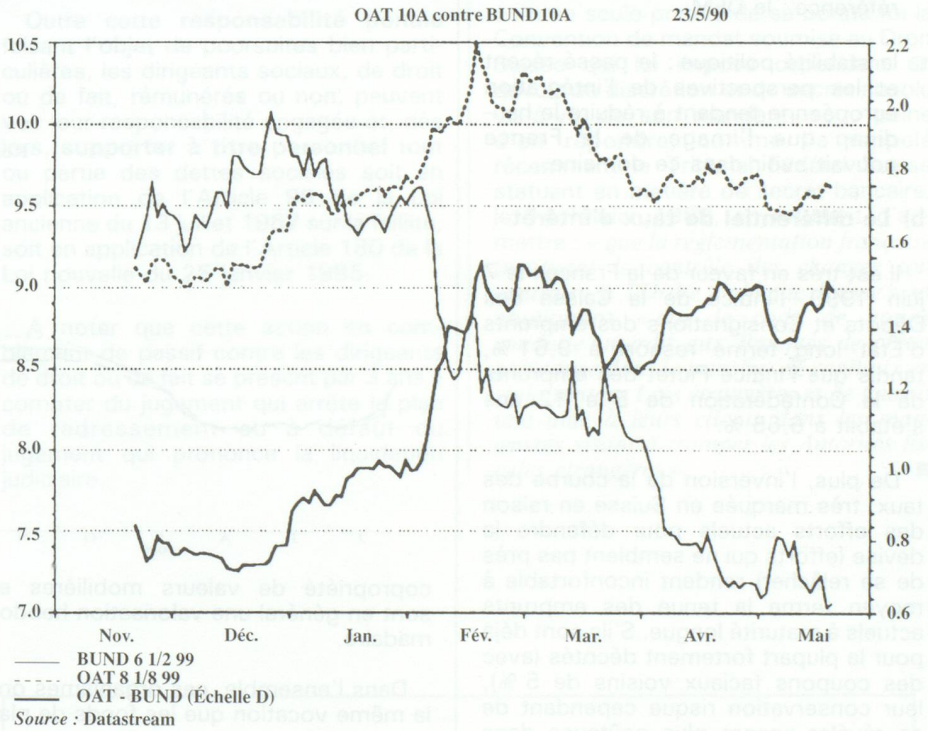
Ils offrent des rendements supérieurs aux emprunts d'État, ce fait constituant une prime de risque, mais surtout de non liquidité. Ainsi, les tous premiers noms (sans le moindre risque final, et qui bénéficient quelquefois des mêmes avantages en terme de négociation : « Market-making » et transactions par blocs) offrent-ils une prime qui est couramment de 30 à 40 centimes. Il est vrai que ces titres n'ont pas non plus la même rapidité de réaction que les titres d'État à la volatilité du marché, ce qui limite les opportunités de trading. En ce qui concerne les emprunts à taux variable, une nouvelle référence courte, le PIBOR (Paris Interbank Offered Rate) à un mois ou trois mois, est désormais très utilisée.

Tableau des OAT émises depuis 1987

Libellé (date = échéance)	Encours mai 1990 (milliards de FRF)	Rendement le 21-05-1990
OAT TRB MARS 1993 ...	33,707	+ 0,15 %*
OAT 8,50 % mai 1994	20,164	9,68 %
OAT 8,70 % mai 1995	25,652	9,67 %
OAT 8,50 % juin 1997	26,268	9,63 %
OAT TME janvier 1998 ...	17,657	– 0,11 %*
OAT 9,50 % juin 1998	21,908	9,56 %
OAT TMB janvier 1999 ...	27,437	+ 0,24 %*
OAT 8,125 % mai 1999 ...	54,264	9,63 %
OAT 8,50 % mars 2000 ...	24,588	9,62 %
OAT TME janvier 2001 ...	17,194	– 0,08 %*
OAT 8,50 % novembre 2002	20,806	9,73 %
OAT 8,25 % février 2004 ..	19,875	9,79 %
OAT 8,50 % décembre 2012	20,315	9,78 %
OAT 8,50 % octobre 2019 .	25,282	9,81 %

(*) Marge par rapport à l'indice de référence ; à fin mai 1990 :
TMB = 9,81 %
TME = 9,55 %.

Rendement comparé des obligations d'État français et allemand



Source : Datastream

Une fiscalité attrayante pour les non-résidents

L'absence de retenue à la source sur les revenus d'obligations perçus par des personnes résidant hors de la zone franc constitue désormais la règle quasi-générale : elle concerne en effet toutes les obligations émises par les emprunteurs étrangers, les emprunts d'État émis après le 1er octobre 1984, ainsi que toutes les autres obligations émises à compter du 1er janvier 1987.

Concrètement donc, les coupons relatifs à des titres de ce type détenus hors de France (par exemple de centrales titres telles CEDEL et EUROCLEAR) sont versés intégralement par l'Établissement payeur, la seule formalité administrative à accomplir étant de justifier de sa qualité de non-résident.

L'investisseur est ainsi dispensé de remplir les imprimés habituellement utilisés (RF1 et RF7) pour bénéficier de la convention fiscale franco-suisse.

Intérêt pour l'investisseur suisse

a) La force du franc français

Sur une proche période (janvier 1988-mai 1990), le franc français s'est apprécié de 5 % par rapport au franc suisse (même en tenant compte du récent rétablissement de ce dernier).

Les perspectives d'avenir (sans être tout à fait claires, dans un univers où les événements aléatoires, tant politiques qu'économiques, sont de plus en plus nombreux) ne sont pas à priori défavorables au franc français ; en témoignent :

- les perspectives d'inflation pour l'année (tournant autour de 3,5 % pour la France, contre 4,5 % pour la Suisse),
- la volonté de défense de la monnaie : elle est égale dans les deux pays, qui en outre tendent à avoir la même référence : le DEM,
- la stabilité politique : le passé récent et les perspectives de l'intégration européenne tendant à réduire le handicap que l'image de la France pouvait avoir dans ce domaine.

b) Le différentiel de taux d'intérêt

Il est très en faveur de la France : le 7 juin 1990, l'indice de la Caisse des Dépôts et Consignations des emprunts d'État long terme ressort à 9,61 %, tandis que l'indice Pictet des emprunts de la Confédération de 5 à 12 ans s'établit à 6,65 %.

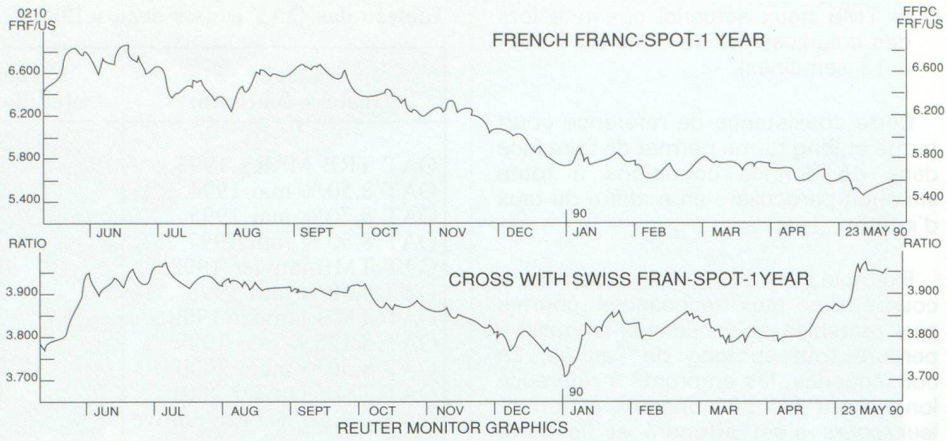
De plus, l'inversion de la courbe des taux, très marquée en Suisse en raison des efforts actuels pour défendre la devise (efforts qui ne semblent pas près de se relâcher) rendent inconfortable à moyen terme la tenue des emprunts actuels à maturité longue. S'ils sont déjà pour la plupart fortement décotés (avec des coupons faciaux voisins de 5 %), leur conservation risque cependant de se révéler encore plus coûteuse dans l'avenir.

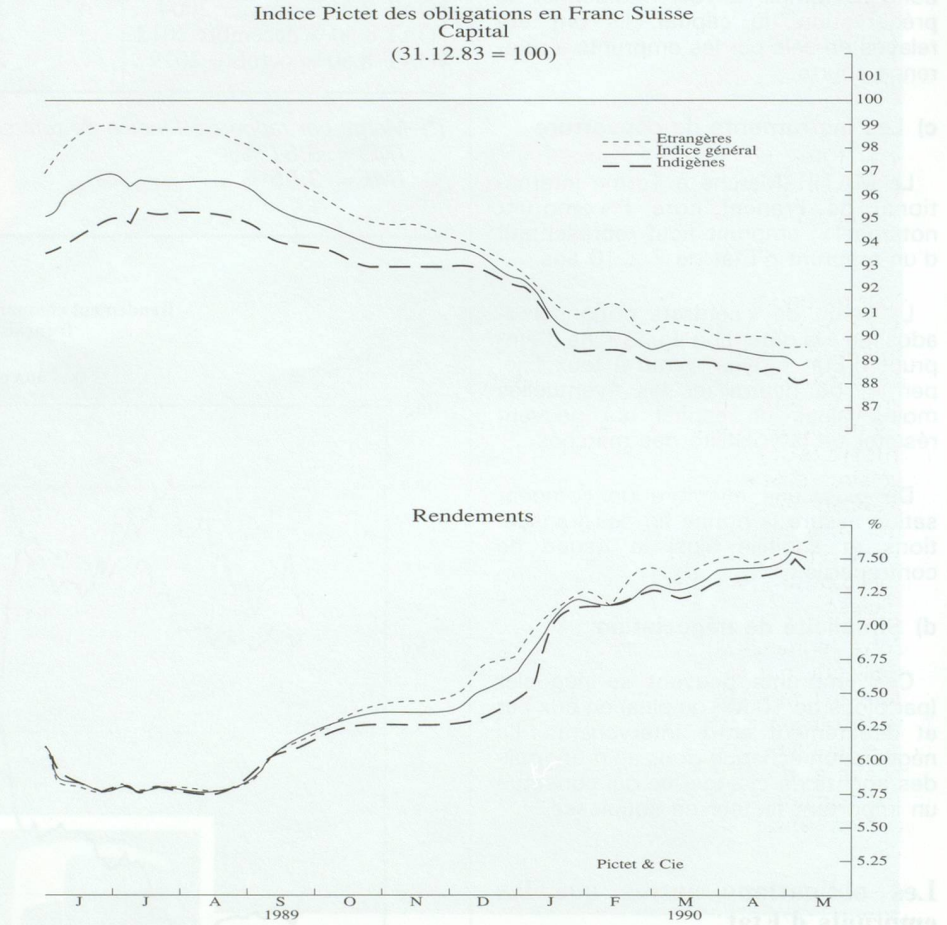
c) La nouvelle réglementation française concernant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)

Les OPCVM se divisent en Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV) et Fonds Communs de Placement (FCP). Les premières ont la personnalité morale et sont valorisées quotidiennement, les seconds sont une copropriété de valeurs mobilières et sont en général une valorisation hebdomadaire.

Dans l'ensemble, ces organismes ont la même vocation que les fonds de placement suisses.

Depuis l'automne 1989, les OPCVM français, à l'instar des luxembourgeois, ont la possibilité de capitaliser les revenus.





Conclusion

L'investissement obligataire en francs français constitue une opportunité tout à fait intéressante dans une perspective de diversification des portefeuilles suisses (même gérés selon des critères de prudence).

Le moment présent est bien choisi, compte tenu de la belle remontée récente du franc suisse, dont la plupart des observateurs s'accordent à penser qu'elle n'ira pas plus loin que les niveaux actuels.

L'auteur souhaite que cette succincte présentation technique d'un marché financier (qui constitue une première dans la Revue Économique Franco-Suisse) soit l'occasion d'un échange d'idées avec les investisseurs suisses. Leur demande d'information complémentaire, et/ou les désirs de présenter parallèlement le marché suisse, seront les bienvenus. ■