

SOMMAIRE

PRÉFACE

Jacques de Larosière

Ancien Directeur général du FMI, Gouverneur honoraire de la Banque de France,
Ancien Président de la Banque européenne de développement

INTRODUCTION	15
--------------------	----

PARTIE I

STRUCTURE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES	19
1. Périmètre du marché obligataire	19
2. La place des obligations dans les investissements et l'épargne ...	24
3. Organisation des marchés : marchés réglementés, organisés et OTC	33
4. Principes de valorisation des obligations.....	40
5. Traitement des opérations	44
6. Finance verte : des critères extra-financiers aux <i>green bonds</i>	50
7. Finance islamique et marchés obligataires.....	58

PARTIE II

LES PRODUITS OBLIGATAIRES.....	67
1. Dettes souveraines	67
2. La dette obligataire de l'État français.....	79
3. Les <i>Covered Bonds</i>	86
4. Émissions <i>Corporate</i> : <i>Investment Grade</i> et <i>High Yield</i>	89
5. Titres subordonnés : enjeux et limites	102
6. Titres participatifs et certificats mutualistes : pour répondre au nouveau besoin de fonds propres des assureurs	108
7. Un produit hybride : l'obligation convertible.....	112

PARTIE III

LA GESTION DES RISQUES.....	121
1. Risque de marché.....	121
2. Risque de crédit.....	127
3. Risque de liquidité.....	134
4. Moteurs de performances d'un portefeuille obligataire.....	139
5. Les contrôles <i>a posteriori</i>	140

PARTIE IV

DEPUIS 2008, UN MONDE NOUVEAU.....	149
1. La fin du « <i>Too Big to Fail</i> » : quel traitement du porteur obligataire par rapport à l'actionnaire ?.....	149
2. Les États n'échappent plus au risque de défaut	160
3. Un environnement de taux bas, voire négatifs, qui pénalise les investisseurs de long terme.....	162
4. Le renouveau de la titrisation et l'essor des produits de prêts à l'économie.....	174

CONCLUSIONS

Les marchés obligataires, reflet spéculaire d'un monde en pleine mutation économique	185
Bibliographie	190
Liste des abréviations	192
Liste des illustrations	196

POSTFACE

Erik Orsenna	199
Écrivain, membre de l'Académie française	

PARTIE I

STRUCTURE DES MARCHÉS OBLIGATAIRES

1. Périmètre du marché obligataire

On a coutume de définir le marché obligataire par opposition aux autres grandes classes d'actifs. Ainsi, les obligations, comme les prêts, relèvent des marchés de taux, car elles constituent des instruments de créances, ou de dettes de l'émetteur vers le porteur, quand les actions sont des titres de propriété, qui permettent d'acquérir une fraction du capital de la société concernée.

En contrepartie du prêt qu'il a consenti, le porteur de l'obligation reçoit un intérêt et le montant emprunté doit lui être remboursé à l'échéance, selon les modalités contractuelles prévues au contrat d'émission de l'emprunt. Par exemple, l'émetteur d'une obligation à 10 ans avec un taux nominal fixe de 1 % s'engage contractuellement et inconditionnellement à verser tous les ans un coupon de 1 % et à rembourser le principal à l'échéance des 10 ans. Le non-respect de ces obligations contractuelles constitue un cas de défaut. Les titres obligataires sont donc en général amortissables, quand les actions sont, en théorie, des titres perpétuels.

De même, au sein même des marchés de taux, on distingue fréquemment le marché obligataire du marché monétaire, dissociant deux approches différentes entre investissements de long terme et placements de court terme.

Le marché monétaire représente le court terme du marché des taux d'intérêt : il concentre des flux de transaction extrêmement importants (on évoque des montants quotidiens de 3 000 milliards d'euros), et est utilisé par tous les agents économiques – banques, investisseurs institutionnels, entreprises – pour gérer et refinancer leur trésorerie.

Le marché monétaire est la courroie de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Les taux négatifs sur le marché Euro que nous connaissons depuis 2015 ne sont que le reflet de la politique de *Quantitative Easing*¹ de la Banque centrale européenne (BCE).

Par opposition, on appelle marché obligataire, au sens large, les marchés de taux d'intérêt à moyen et long terme : les obligations ne sont, en réalité, que l'un des instruments à disposition des investisseurs. Et une obligation proche de son échéance, pour laquelle il ne reste que quelques semaines ou quelques mois avant le remboursement final, sera considérée comme un placement de court terme. Pour preuve, les fonds d'obligations courtes – 6 mois à 1 an, 1 à 3 ans – qui sont utilisés par les investisseurs depuis deux ans pour compenser les rendements négatifs des produits à référence monétaire. En zone Euro, on évalue l'encours total des obligations à 175 % du Produit Intérieur Brut. Néanmoins, les obligations représentent à peine

1. Le terme assouplissement quantitatif, traduction de l'anglais *Quantitative Easing (QE)*, désigne un type de politique monétaire dit « non conventionnel », par lequel une banque centrale peut racheter massivement des titres de dettes aux acteurs financiers, notamment des Bons du Trésor, des titres bancaires ou des obligations d'entreprise, et, dans certaines circonstances, des véhicules de titrisation. Les banques centrales américaine et européenne ont recours à cette pratique depuis la crise économique et financière de grande ampleur que connaissent nos pays depuis 2008. Le *QE* est également utilisé dans une situation de trappe à liquidité, c'est-à-dire lorsque les taux directeurs sont déjà très bas, mais ne suffisent plus à relancer l'économie et à soutenir un retour à la croissance.

plus d'un quart des transactions sur produits de taux, puisque l'essentiel des volumes est réalisé *via* des instruments dérivés : *futures* sur emprunts d'État et *swaps* notamment.

Il est intéressant de regarder quelle définition et quel périmètre la réglementation donne au marché obligataire, tant au plan national qu'au niveau de l'environnement européen. Au cours des dernières années, dans le but d'améliorer la lisibilité et l'attractivité du droit français des instruments financiers, le Code monétaire et financier (CMF) a, avec les Ordonnances de juin 2004 et de janvier 2009, sensiblement simplifié et harmonisé avec les usages internationaux le droit des valeurs mobilières. Ainsi, l'article 152 de la Loi du 4 août 2008 de Modernisation de l'économie visait à renforcer l'attractivité de la Place française pour les émetteurs d'instruments financiers, en rapprochant le droit applicable aux émetteurs d'instruments financiers français des normes de référence prévalant dans les autres États membres.

L'Ordonnance de janvier 2009, prise en application de la Loi de Modernisation de l'économie, modifie le Code monétaire et financier et introduit, au sein des instruments financiers, d'une part, la notion de « titres financiers », qui comprend notamment les valeurs mobilières et, d'autre part, celle de « contrats financiers », qui remplace l'ancienne appellation d'instruments financiers à terme. On retrouve cette distinction dans la nomenclature des normes comptables internationales IAS-IFRS, qui distingue instruments et contrats financiers.

Selon l'article L. 211-1 du CMF, les titres financiers regroupent :

- les titres de capital émis par les sociétés par actions ;
- les titres de créance, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse : clairement, les obligations correspondent à une sous-catégorie des titres de créance ;
- les parts ou actions de fonds, que ceux-ci relèvent de la Directive UCITS, en qualité d'OPCVM, ou de la Directive AIFM, qui régit l'ensemble des autres types de fonds d'investissement.