

Contribution des gestions au financement de l'économie française

L'investissement
en titres de créances

Contribution des gestions au financement de l'économie française à travers l'investissement de titres de créances

Ce cahier de la gestion n° 3 poursuit les études du Service Economie-Recherche de l'AFG sur la contribution des gestions au financement des agents économiques et, en termes plus généraux, à la croissance¹. Il fait ressortir l'apport spécifique des gestions via l'acquisition, sur les marchés primaire ou secondaire, et la détention de titres de créances, essentiellement obligations et instruments du marché monétaire.

L'**introduction** souligne le rôle de premier plan que les gestions jouent aujourd'hui, et qu'elles seront sans doute amenées à jouer encore plus demain, en matière de financement de l'économie française et de la zone euro, et plus particulièrement des entreprises, dans un contexte où l'accès au crédit bancaire est et sera rendu plus difficile en raison, entre autres, de l'entrée en vigueur de nouvelles règles prudentielles.

Le **premier chapitre** présente en détail des données de comptabilité nationale, ayant pour source la Banque centrale européenne (BCE), portant sur la structure des marchés de la dette émise sous forme de « titres » dans la zone euro, avec un zoom sur la France. Ces données, à fin 2010², permettent d'identifier aussi bien les émetteurs résidents des titres de dette (structure du passif) que la base d'investisseurs détenant ces titres (structure de l'actif).

Le **deuxième chapitre** montre le volume et la structure des titres de taux à court et long terme détenus par les résidents français, qu'ils soient le fait d'émetteurs résidents ou non-résidents. On analyse également dans cette partie la répartition des titres émis en France entre investisseurs français et étrangers.

A partir des données issues en partie d'une enquête menée par l'AFG, le **troisième chapitre** donne une vision exhaustive des allocations des actifs gérés (sous forme de mandat ou d'OPCVM), selon l'origine géographique et la nature des émetteurs. Message central de cette étude, en estimant le niveau d'emprise des gestions par rapport aux encours de dette émis en France, à long et court terme, cette partie explicite la contribution effective des gestions au financement en continu des agents économiques concernés.

Enfin, le **quatrième chapitre** est consacré à une analyse dynamique, sur la période allant de 1999 à fin 2011, de la répartition des titres de taux, selon leur maturité, contenus dans les portefeuilles des OPCVM. Cette analyse apporte des éléments permettant de mettre en relief le lien existant entre niveau des taux et structure des portefeuilles, en tenant compte, notamment pour ces dernières années, des crises bancaire et de la dette souveraine.

¹ Cf. deux premiers numéros des Cahiers de la gestion : « Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises ó Investissement en actions cotées par les OPCVM actions » et « La gestion pour compte de tiers génère 83 000 emplois qualifiés ».

² Sauf mention contraire, toutes les données utilisées dans cette étude sont datées à fin 2010.

Sommaire

Principaux résultats

Introduction : la gestion joue un rôle clef de apporteur de capitaux pour les émetteurs de titres de dette

1. Des marchés de titres de créances larges et profonds

- 1.1. Principaux émetteurs dans la zone euro et en France
- 1.2. Investisseurs en France et dans la zone euro

2. Un marché français de la dette dynamique et prisé par les investisseurs

- 2.1. Portefeuille d'investisseurs équilibré entre titres résidents et non-résidents
- 2.2. Une importante base d'investisseurs non-résidents pour les émetteurs français

3. Les gestions, source de financement essentielle pour l'économie française

- 3.1. Un fort double biais domestique caractérise l'allocation des portefeuilles
- 3.2. Un taux d'emprise qui dénote le rôle économique très positif des gestions

4. Analyse dynamique de l'investissement en titres de taux dans les OPCVM

- 4.1. Une allocation qui privilégie les investissements dans la zone euro
- 4.2. Sur le segment long, rééquilibrage en faveur des entreprises françaises

Annexe

- A1. Statistiques supplémentaires
- A2. Quelques définitions du secteur institutionnel et de produits de taux

Principaux résultats

- ✓ **Les gestions jouent un rôle primordial dans le financement de notre économie** détenant :
 - 45% du stock des certificats de dépôts émis par des banques françaises,
 - 36% des billets de trésorerie et 25% des obligations émis par des entreprises,
 - 22% des obligations de l'Etat français.

- ✓ **Facteur de stabilité pour nos économies, les gestions privilégient l'investissement local** » : plus de 85% des titres de taux dans leurs portefeuilles sont, presque à égalité, émis en France et dans la zone euro.

- ✓ Sur le **portefeuille investi en obligations françaises**, on constate une **évolution favorable aux titres des entreprises non financières**. En dix ans, leur part est passée **de 15% à 33%**.

- ✓ **Les gestions, à la recherche de diversification des risques, constituent un puissant vecteur d'élargissement progressif du marché obligataire aux ETI/PME**, au-delà des grandes entreprises aujourd'hui principales émettrices de titres de dette.

- ✓ **Les émetteurs français disposent d'une large base d'investisseurs**. Parmi ceux-ci les non-résidents détiennent au global 55% du stock de titres émis en France, dont 58% des titres longs. Les résidents, eux, sont majoritaires (à 57%) sur le marché des titres monétaires.

- ✓ **Etats et établissements de crédit sont les principaux émetteurs de titres en zone euro et en France**. Ensemble, ils représentent respectivement 70% et 76% du stock d'émissions issues de ces deux entités géographiques.

- ✓ En raison de **l'existence en France d'un marché monétaire très développé, dans la zone euro près de deux euros sur cinq sont émis en France**.

* * *

L'existence d'une industrie nationale de la gestion puissante et dynamique est un élément stratégique de souveraineté pour notre pays. Elle permet que les placements de ses clients, les investisseurs finaux français, européens et internationaux, se dirigent vers le financement de l'économie française et de la zone euro. Ces flux importants, renforcés par des «biais domestiques», sont d'autant plus utiles que les effets de la crise diminuent l'appétit des investisseurs internationaux pour les émetteurs de la zone euro et que les nouvelles réglementations (Bâle III en particulier) pèsent négativement sur l'offre de crédit bancaire.

Introduction : la gestion joue un rôle clef d'apporteur de capitaux pour les émetteurs de titres de dette

Que ce soit en termes d'émission ou de stock, le marché de titres de créances représente le gros des capitaux qui permettent de financer les Etats, les collectivités locales, les institutions financières et les entreprises.

Au niveau mondial, si l'on tient compte des seuls titres traditionnels (hors dérivés et produits synthétiques de nouvelle génération), le stock des titres de créances atteignait à fin 2010, selon la BRI, un volume de l'ordre de 95 trillions de dollars, soit un volume supérieur à celui du PIB mondial (estimé par le FMI à 62 trillions de dollars). Cette masse de capitaux est composée à hauteur de 85% d'obligations, la différence étant composée de titres monétaires.

Si l'on considère que la capitalisation mondiale en actions est de 55 trillions de dollars³, cela vient confirmer que, au global, les titres de dette constituent le plus vaste et profond marché de capitaux, et ceci à double titre : pour les émetteurs à la recherche de capitaux afin de financer leurs projets ; pour les investisseurs soucieux de diversifier et de rentabiliser leurs portefeuilles.

A un niveau moins agrégé, toutefois, le niveau de financement des entreprises non financières (*corporates* par la suite) par des titres de dette reste à ce jour relativement modeste en zone euro⁴. En effet, dans cette zone le poids du crédit bancaire dans l'endettement des *corporate*, très variable d'un pays à l'autre, est en moyenne supérieur à 75-80 %, alors qu'aux Etats-Unis le niveau d'intermédiation bancaire est de l'ordre d'un tiers. Pour la France, le recours des entreprises au marché représente, en 2010, environ un tiers de l'endettement mesuré par cet indicateur, selon des données de la Banque de France⁵.

Cette particularité de la zone euro, dont la France, mérite d'autant plus l'attention que les financements bancaires ont (et devraient avoir de plus en plus) tendance à se développer moins rapidement que par le passé, du fait notamment de l'entrée en vigueur progressive de Bâle 3 qui, par ailleurs, devrait augmenter les coûts du crédit. On devrait donc dans un avenir proche observer, d'une part, une demande structurelle de crédit de la part des entreprises souhaitant se développer et, d'autre part, simultanément un certain rationnement *de facto*, sous contrainte, du volume de crédit bancaire alloué au financement de leurs projets à moyen-long terme.

Dans un contexte de concurrence accrue sur des marchés globalisés, l'application de Bâle 3, du moins dans sa version actuelle devrait logiquement avoir pour effet de renforcer l'appel au

³ Cf. World Federation of Exchanges.

⁴ A fin 2010, pour la zone euro, le stock de dette émise par les *corporate* est proche de 850 milliards d'euros, face à une capitalisation en actions de 4700 milliards, soit un rapport de 1 à 5. Signe d'un rôle plus important de ses marchés de la dette, en France ce rapport est de 1 à 3, les montants étant respectivement de 390 et 1300 milliards d'euros.

⁵ Le niveau d'intermédiation est un concept ayant fait couler beaucoup d'encre, mais qui reste mal défini. Sa mesure est donc à manier avec force précautions. Cette étude utilise surtout des mesures des banques centrales. Soulignons que le niveau d'intermédiation peut varier sensiblement dans le temps, selon la méthode utilisée, la fiscalité des différents modes de financement et, encore plus important, de la position des économies dans le cycle monétaire et financier.

financement direct des entreprises sur les marchés auprès des investisseurs, privés et institutionnels. Les anticipations relatives à la désintermédiation des financements des entreprises demandent donc une implication encore plus soutenue de la part des gestions et de leurs clients, afin de faciliter la rencontre entre offre et demande de capitaux sur les marchés⁶.

D'où l'intérêt de la présente étude visant, dans une première approche, à mettre en évidence la contribution des sociétés de gestion (via les OPCVM et les mandats) au financement des entreprises et de même pour les autres entités émettrices que sont les Etats, les collectivités locales, et les institutions financières, toutes à la recherche de ressources à court, moyen et long terme sur les marchés de capitaux.

* * *

Quelques remarques s'imposent au préalable, dont certaines de nature méthodologique. Cette étude utilise indistinctement les termes « titres de dette », « titres de créances » ou « titres de taux », idem pour les marchés respectifs (marchés de la dette, de titres de taux). Comparativement au marché des actions, qui, étant des titres de propriété d'une entreprise, sont en principe permanents et confèrent les mêmes droits quelque soit l'année d'émission, celui des titres de dette est pluriel par excellence. Tout d'abord, ces titres sont émis par des émetteurs de natures très diverses, publics ou privés : Etats, entreprises non financières, institutions financières monétaires ou non monétaires⁷, organismes internationaux. En outre, ils peuvent être émis à des échéances extrêmement variables, leur maturité initiale pouvant varier de quelques jours, pour certains titres monétaires, jusqu'à, au moins théoriquement, un nombre illimité d'années. Par ailleurs, leurs taux à l'émission peuvent être fixes ou variables et leurs coupons reversés dès la première année, selon un échéancier prédéterminé, ou à terme ; ils peuvent être cotés ou non-cotés. De même, ils possèdent des particularités fiscales et réglementaires diverses selon les pays. Enfin, du fait que les données disponibles utilisées pour les chapitres 1 à 3 ne renseignent que sur la maturité initiale des titres (supérieure ou inférieure à un an), certains titres du marché monétaire, dont par exemple les BMTN émis à plus d'un an, sont en conséquence inclus parmi les « titres longs ». Compte tenu de la pluralité des émetteurs et de l'hétérogénéité des données disponibles, voire de la complexité des caractéristiques sous-jacentes à ces instruments, les conclusions sont à interpréter avec prudence.

⁶ Soulignons par ailleurs que le bilan des SGP n'est pas soumis à des risques systémiques car il existe une stricte ségrégation entre leurs capitaux propres et les avoirs de leurs clients qui, eux, ne figurent pas dans leurs bilans mais sont détenus par le dépositaire/conservateur. Ainsi en cas de défaut de la SGP, les actifs des clients ne sont pas concernés.

⁷ Pour une définition de ces catégories d'émetteurs cf. Annexe 2.

1. Des marchés de titres de créances larges et profonds

Ce chapitre présente en détail des données de comptabilité nationale, collectées par la Banque centrale européenne (BCE)⁸, portant sur la structure du stock des titres émis par les résidents de la zone euro, avec un zoom sur la France. Une analyse des passifs et des actifs permet d'identifier aussi bien les émetteurs résidents des titres de dette (1.1.) que la répartition des investisseurs résidents de la zone euro et la France selon le volume des titres qu'ils détiennent (1.2.)⁹.

1.1. Quels sont les principaux émetteurs dans la zone euro et en France ?

Dans la zone euro, à fin 2010, le stock de titres de dette émis par ses résidents est proche de 16 trillions d'euros, 14,3 pour ceux à maturité initiale supérieure à un an et 1,5 pour ceux à moins d'un an (Tableau 1). Sans surprise, au global, pour ces deux catégories les principaux émetteurs sont les administrations centrales (AC), tout particulièrement des Etats, suivies de près par les institutions financières monétaires (IFM), soit les établissements de crédit dans leur large majorité.

On observe une sur-représentativité de ces deux acteurs dans la zone euro sur les deux segments du marché des titres de dette, avec une plus forte concentration pour les titres monétaires (84%) que pour le segment long (69%).

T1 - Zone euro : Encours des titres de créances selon l'émetteur et la maturité						
Emetteur	En milliards d'euros			Répartition en %		
	Total	dont > 1 an	dont < 1 an	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	5 246	4 674	572	33%	33%	37%
IFnM	3 296	3 174	122	21%	22%	8%
SNF	850	783	67	5%	5%	4%
AC	5 931	5 207	724	37%	36%	47%
AAPU	554	499	55	3%	3%	4%
Total (mds €)	15 877	14 337	1 540	100%	100%	100%

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

SNF : Sociétés non financières (*corporates*)

AAPU : Autres administrations publiques

IFnM : Institutions financières non monétaires

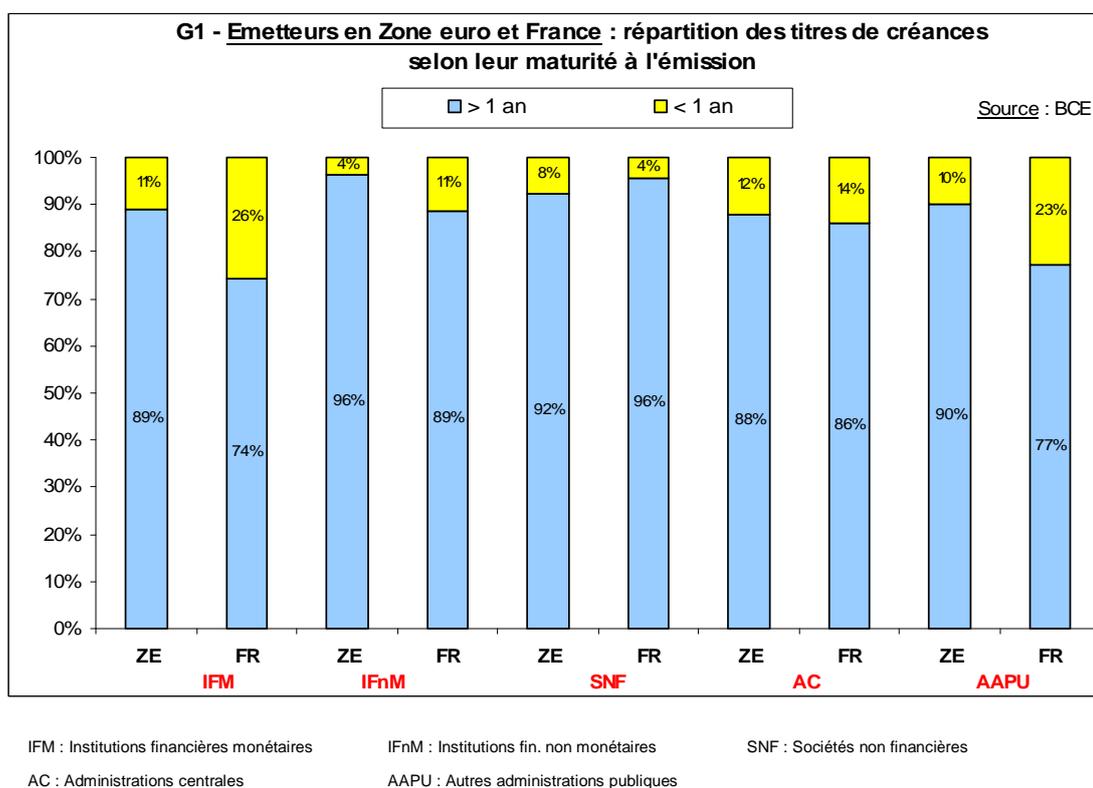
AC : Administrations centrales

A l'opposé, que ce soit sur les maturités longues ou courtes, le recours des sociétés non financières (*corporate*) au financement via des titres de dette apparaît relativement limité en zone euro. Cela reflète un niveau d'intermédiation bancaire qui reste élevé dans les pays de cette zone, couplé à des taux d'autofinancement significatifs.

⁸ Le mode de valorisation retenu est celui des comptes financiers : les TCN de maturité initiale inférieure à un an sont exprimés en valeur nominale, les obligations et titres assimilés en valeur de marché.

⁹ Voir en annexe les structures comparées des émetteurs et investisseurs des principaux pays de la zone euro et du Royaume-Uni.

Enfin, tous émetteurs confondus, le rapport entre le stock de dette à long et court terme révèle au global un écart significatif entre la zone euro (90/10) et la France (83/17). Ce rapport est de 92/8 pour la zone euro hors France. La dispersion autour de ces moyennes est très forte d'une catégorie d'émetteurs à l'autre et entre les entités géographiques considérées. Ainsi, les titres à long terme des *corporate* (SNF) de la zone euro représentent 92% de leurs émissions, contre 96% en France. Concernant les IFM (Cf. définitions des différents émetteurs en Annexe 2), la part des émissions courtes est deux fois plus importante en France (26%) que pour l'ensemble de la zone euro (11%), reflet de la spécificité de la structure de financement de notre système bancaire. (Graphique 1)



En France, tous émetteurs confondus, l'encours des titres de créances à fin 2010 est de l'ordre de 3,4 trillions d'euros, dont 83% à maturité initiale supérieure à un an, et 17% à moins d'un an (Tableau 2). De manière claire, les principaux émetteurs sont l'État (plus précisément les administrations centrales ó AC) et les institutions financières monétaires (IFM) ó pour l'essentiel des établissements de crédit - avec respectivement 40% et 36% du stock de dette émise. Si l'on tient compte des stocks selon la maturité des créances, l'État français arrive en tête pour les titres émis à plus d'un an, alors que les institutions financières monétaires (IFM) sont de loin les principaux émetteurs de titres courts.

On remarque de même une présence relative plus importante des émissions longues par les *corporate* français (14% pour les SNF) par rapport à ceux de la zone euro hors France (Cf. tableau 2), alors que pour les institutions financières non-monétaires la situation est à l'opposé (avec respectivement 9% et 25%).

T2 - Structure des encours selon la résidence de l'émetteur et la maturité des titres

Emetteurs	France			Zone euro hors France		
	Total	dont > 1 an	dont < 1 an	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	36%	32%	54%	32%	33%	27%
IFnM	8%	9%	5%	24%	25%	9%
SNF	12%	14%	3%	4%	3%	5%
AC	40%	41%	32%	37%	35%	56%
AAPU	4%	4%	6%	3%	3%	2%
Total (mds €)	3 350	2 773	577	12 527	11 564	963

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

SNF : Sociétés non financières (*corporates*)

AAPU : Autres administrations publiques

IFnM : Institutions financières non monétaires

AC : Administrations centrales

Sous un autre angle, si la France représente au global 21% du total du stock de la dette émise dans la zone euro¹⁰, cette valeur moyenne est à décliner selon la maturité des titres et, plus particulièrement, pour certaines catégories d'émetteurs (Tableau 3). En effet, pour les titres à long terme on observe deux phénomènes opposés. D'une part, un surpoids des *corporates* français qui émettent presque la moitié de l'encours de cette catégorie dans la zone euro ce qui s'explique en grande partie par l'existence en France d'un nombre significatif d'entreprises de grande taille, souvent internationales, et disposant de ce fait des signatures qui facilitent leurs émissions et d'autre part, la sous-représentation des institutions financières non-monétaires (8%). Une explication du poids plus significatif de ces institutions de la zone euro hors France réside en partie probablement dans l'existence d'un marché hypothécaire bien plus développé en Allemagne qu'en France¹¹.

T3 - Poids des émetteurs français dans la zone euro selon la maturité des titres

Emetteur	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	23%	19%	54%
IFnM	8%	8%	25%
SNF	47%	49%	25%
AC	22%	22%	26%
AAPU	26%	22%	60%
Total	21%	19%	37%

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

SNF : Sociétés non financières

AAPU : Autres administrations publiques

IFnM : Institutions financières non monétaires

AC : Administrations centrales

¹⁰ Pour mémoire, le poids en volume du PIB de la France dans la zone euro est de l'ordre de 19%.

¹¹ Rappelons la non existence d'un marché hypothécaire digne de ce nom en Europe, et sa faiblesse dans la plupart des pays de la région. L'existence d'un marché hypothécaire très développé aux Etats-Unis (environ 8000 milliards de dollars en titres, soit 55% de son PIB), contribue puissamment, et ce malgré les déboires de ces dernières années, à la profondeur du marché obligataire de ce pays et constitue de ce fait une importante opportunité de diversification des placements pour les investisseurs institutionnels.

Quant aux titres courts, la moyenne de 37%, qui confirme la prééminence dans la zone euro des émetteurs français sur ce segment du marché, s'explique largement par la part très élevée des IFM (dont majoritairement des établissements de crédit, qui détiennent 54% du total émis en zone euro) et, bien que sur des volumes plus faibles, de la catégorie « autres administrations publiques », qui avec 60% du total de la zone euro exprime la particularité française d'organismes de Sécurité sociale finançant directement sur les marchés de titres de créances une partie de leurs besoins de trésorerie¹². Soulignons que ces proportions très élevées en faveur des émetteurs français à court terme n'ont rien d'étonnant en raison de l'existence en France, depuis le début des années 1980, d'un marché monétaire de titres de créances négociables très développé dont on ne retrouve pas l'équivalent ailleurs en Europe. Pour preuve de son attractivité, soulignons que parmi les principaux émetteurs sur le marché monétaire français figurent également de grandes signatures d'origine étrangère, aussi bien d'établissements financiers que d'entreprises non-financières.

1.2. Investisseurs dans la zone euro et en France : qui détient quoi ?

Selon les données disponibles, qui renseignent sur les investisseurs en direct de la zone euro en titres de dette, sur 14,2 trillions d'euros dans leurs portefeuilles de titres émis par des émetteurs résidents et non-résidents, 92% de cet encours a une maturité initiale supérieure à un an, la différence, plus d'un trillion d'euros, correspondant à des titres à court terme (Tableau 4).

T4 - Titres de dette détenus par les investisseurs de la zone euro						
Investisseurs	En milliards d'euros			Répartition en %		
	Total	dont > 1 an	dont < 1 an	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	6 635	6 080	555	47%	46%	51%
AIF	2 740	2 421	319	19%	18%	29%
SA et FP	2 632	2 590	42	19%	20%	4%
SNF	308	227	81	2%	2%	7%
APU	508	465	43	4%	4%	4%
Ménages	1 373	1 330	43	10%	10%	4%
Total	14 197	13 114	1 083	100%	100%	100%

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

SA et FP : Sociétés d'assurance et fonds de pension

APU : Administrations publiques dont Etats

AIF : Autres institutions financières

SNF : Sociétés non financières

En termes de structure par maturité, les titres à plus d'un an (obligations pour la plupart) sont détenus à hauteur de 46% par des institutions financières monétaires (banques de dépôts et autres

¹² Ainsi l'ACOSS (Agence Centrale des Organismes de Sécurité Sociale) représente la moitié du stock de 50 milliards d'euros émis sous forme de billets de trésorerie français ; l'UNEDIC 10%.

établissements de crédit, et OPCVM monétaires). Si l'on rajoute à cela les autres institutions financières (AIF) ó dont les OPCVM non-monétaires ó ces deux catégories détiennent presque les deux tiers des encours longs. Sociétés d'assurances et fonds de pension détiennent 20% du total, alors que les ménages¹³ ont un niveau de détention relativement faible (10%), du fait notamment de l'intermédiation d'une bonne partie de leurs placements (assurance-vie, fonds de pension, OPCVMí).

Les titres courts, eux, sont détenus à hauteur de quatre-cinquièmes par les institutions financières (IFM et AIF). La part proportionnellement élevée des *corporate* (7%), corrélativement aux trois autres catégories, s'explique par entre autres le surpoids des instruments monétaires détenus par les trésoriers d'entreprise résidant en France. En effet, les *corporate* français détiennent dans leurs portefeuilles 41% des titres à moins d'un an à l'antérieur de cette catégorie d'investisseurs dans la zone euro (cf. Tableau 6).

Les investisseurs français ont dans leurs portefeuilles plus de 3 trillions d'euros en titres de taux (Tableau 5). Les titres à plus d'un an représentent 82% de cet encours, contre 18% pour ceux à maturité inférieur à un an.

Avec un portefeuille supérieur à un trillion d'euros investis en titres à maturité supérieure à un an (l'investissement se faisant à hauteur des trois quarts de ce volume via la délégation à des sociétés de gestion), les sociétés d'assurances françaises constituent le principal détenteur (*asset owner*) de titres de dette, suivies des institutions financières monétaires. Probablement en raison de la liquidité relativement faible de ces titres, la détention directe par d'autres acteurs (*corporate*, administrations publiques et ménages) est limitée.

T5 - France : résidents français détenteurs de titres de dette						
Investisseurs	En milliards d'euros			Répartition en %		
	Total	dont > 1 an	dont < 1 an	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	1 352	932	420	43,6%	36,6%	76,5%
AIF	442	392	50	14,3%	15,4%	9,1%
SA et FP	1 103	1 085	17	35,6%	42,6%	3,2%
SNF	64	31	33	2,1%	1,2%	6,0%
APU	75	48	28	2,4%	1,9%	5,0%
Ménages	62	61	2	2,0%	2,4%	0,3%
Total	3 098	2 549	549	100%	100%	100%

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

SA et FP : Sociétés d'assurance et fonds de pension

APU : Administrations publiques dont Etat

AIF : Autres institutions financières

SNF : Sociétés non financières

¹³ Il s'agit de « ménages » dans les sens large du terme, c'est-à-dire ménages et institutions sans but lucratif (ISLB) ensemble.

La concentration des investisseurs directs en titres courts est encore plus forte : plus de 75% de ces titres sont dans le portefeuille des institutions financières monétaires. Avec 0,3% de l'encours, les ménages, en tant qu'investisseurs directs, sont pratiquement absents de ce segment du marché.

En termes comparatifs, si les investisseurs résidant en France représentent au global 22% du total des encours de créances détenus par les investisseurs de la zone euro, il existe des fortes disparités dans les parts de marché, qui traduisent certaines des particularités des marchés de capitaux et du comportement des investisseurs (Tableau 6). Ainsi, parmi les ménages de la zone euro, les ménages français ne détiennent que 5% des titres à maturité supérieure à un an, et les sociétés d'assurance françaises ont une part de marché de 42% pour cette catégorie de détenteur dans la zone euro...

Les différences sont encore plus marquées dans le cas des titres à moins d'un an. En effet, alors que les institutions financières monétaires françaises représentent 76% du total de cette catégorie de détenteur dans la zone euro, les ménages français n'en détiennent en direct que 4%.

T6 - Poids des investisseurs français par rapport à ceux de la zone euro			
Investisseurs	Total	dont > 1 an	dont < 1 an
IFM	20%	15%	76%
AIF	16%	16%	16%
SA et FP	42%	42%	41%
SNF	21%	14%	41%
APU	15%	10%	64%
Ménages	5%	5%	4%
Total	22%	19%	51%

Source : BCE

IFM : Institutions financières monétaires

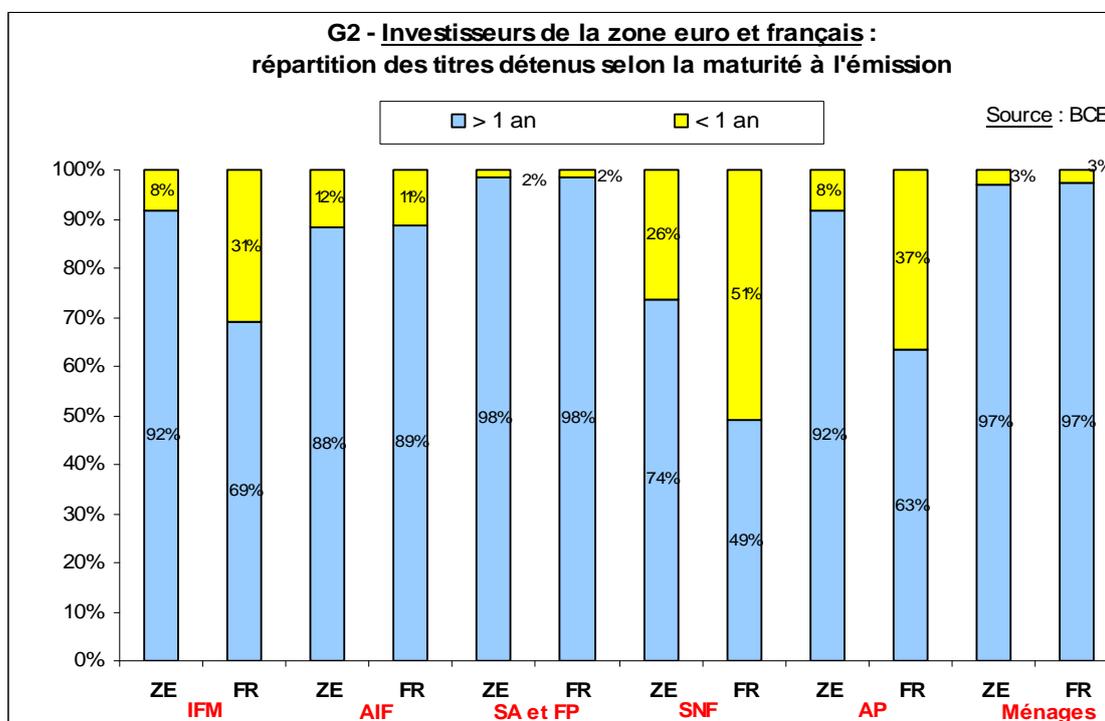
AIF : Autres institutions financières

SA et FP : Sociétés d'assurance et fonds de pension

SNF : Sociétés non financières

APU : Administrations publiques dont Etats

Enfin, toujours à titre de comparaison, le graphique ci-dessous met en évidence certains « traits de caractère » des différentes catégories d'investisseurs s'agissant de la maturité des titres de leurs portefeuilles.



IFM : Institutions financières monétaires

AIF : Autres institutions financières

SA et FP : Sociétés d'assurance et fonds de pension

SNF : Sociétés non financières

APU : Administrations publiques

Dans la zone euro, le recours à l'investissement en titres monétaires apparaît bien plus modéré que pour la France. En effet, outre un niveau de 26% pour les *corporate*, et de 12% pour les autres institutions financières, les autres catégories investissent relativement peu en titres courts. En revanche, en France, à part les ménages et les sociétés d'assurance, on observe une forte appétence pour les monétaires. Ceci concerne aussi bien les *corporate* (51%) que les administrations publiques (37%) et les institutions financières monétaires dont font partie les fonds monétaires (31%).

2. Un marché français de la dette dynamique et prisé par les investisseurs

Réalisée d'après des données de la Banque de France, cette partie met en évidence, d'une part, l'origine des titres de taux détenus par les investisseurs français dans leurs portefeuilles selon que l'émetteur est résident ou non-résident (2.1.) et, d'autre part, la destination des titres émis en France auprès d'investisseurs résidents et non-résidents (2.2.). La Figure 1 illustre les grandes masses de titres de taux, au global et selon la maturité des titres, en fonction de l'origine des investisseurs et des émetteurs. Le carré resté blanc concerne le montant des obligations et instruments monétaires non émis en France et logés dans les portefeuilles des investisseurs non-résidents. Cette information est hors périmètre (HP) de cette étude.

F1 - Titres de taux : origine des émetteurs et des investisseurs (Montants en milliards d'euros)				
		ÉMETTEUR		
		Résident	Non résident	Total
INVESTISSEUR	Résident	1 491	1 607	3 098
	Non résident	1 859	HP*	
Total		3 350		

Titres =< 1 an				Titres > 1 an					
		ÉMETTEUR					ÉMETTEUR		
		Résident	Non résident	Total			Résident	Non résident	Total
INVESTISSEUR	Résident	330	219	549			1 161	1 388	2 549
	Non résident	247	HP*				1 611	HP*	
Total		577					2 772		

* HP pour hors périmètre - titres émis par des non-résidents détenus par des investisseurs non-résidents.

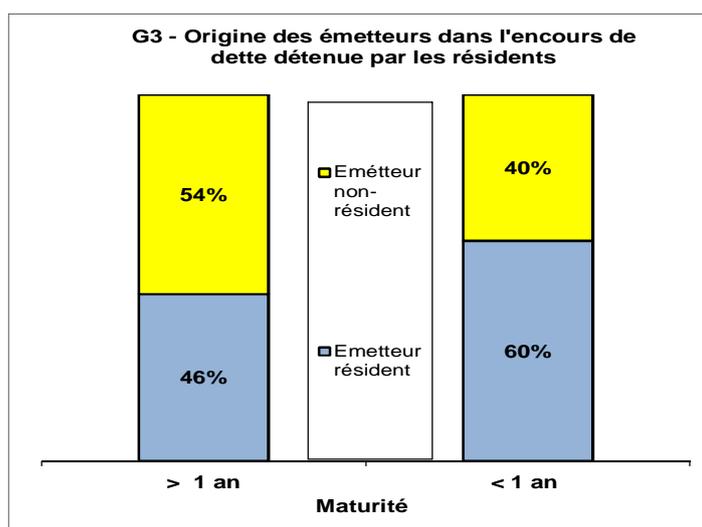
Source : Banque de France et Service Economie/Recherche de l'AFG

2.1. Portefeuille des investisseurs français : équilibre entre émetteurs résidents et non-résidents

La lecture à l'horizontale des carrés de la Figure 1 montre que les investisseurs résidant en France détiennent dans leurs patrimoines un total de 3098 milliards d'euros en titres de taux, dont 52% de titres émis à l'étranger (1607 milliards) et 48% de titres émis en France (1491 milliards). Concernant

leur maturité, il s'agit très majoritairement (82%) d'obligations ou d'autres titres à plus d'un an (2549 milliards), la différence étant composée de titres courts du marché monétaire.

Pour les titres longs, les investisseurs domiciliés en France détiennent 54% de titres étrangers contre 46% de résidents (Graphique 3). A l'inverse, pour les 549 milliards investis en titres courts par des investisseurs français, les émetteurs français sont majoritaires avec 60% du total (330 milliards, contre 219 pour les titres étrangers).



Sous un autre angle (Tableau 7), et sans faire la différence selon le lieu de résidence des émetteurs (les données disponibles ne le permettant pas), la répartition de l'encours global des valeurs à moyen-long terme par type d'investisseur résident met en relief le rôle clef de l'intermédiation en France. Réunies sous la rubrique « sociétés financières », ensemble sociétés d'assurance, établissements de crédit et OPCVM concentrent dans leurs portefeuilles 95% de l'encours total de ces titres (avec respectivement 43%, 28% et 14%).

T7 - Répartition de l'encours de dette détenue par les investisseurs résidents

Types d'investisseurs résidents	Titres moyen-long terme		Titres courts terme (< 1 an)	
	En Mds Ö	En %	En Mds Ö	En %
Sociétés non financières	31	1%	33	6%
Sociétés financières	2 409	95%	487	89%
dont sociétés d'assurances	1 085	43%	17	3%
dont établissements de crédit	720	28%	157	29%
dont OPCVM	350	14%	245	45%
Administrations publiques	48	2%	28	5%
dont Sécurité sociale	42	2%	20	4%
Ménages et ISBL*	61	2%	2	0,3%
TOTAL	2 549	100%	549	100%

Source : BDF à fin 2010

* ISBL : Institutions sans but lucratif

A noter que la gestion d'une partie très importante des actifs des sociétés d'assurance (43%), notamment ceux relatifs aux contrats-vie en euros est à son tour largement déléguée sous la forme de mandats discrétionnaires à des sociétés de gestion de portefeuille (cf. chapitre 3). La détention directe de titres longs par des acteurs tels les ménages et les *corporate* est en revanche très limitée.

En matière de titres courts, enfin, si la concentration est moindre en faveur des sociétés financières, elle reste à un niveau très élevé (89%). A la recherche de rendement mais aussi de liquidité et de diversification des risques, les sociétés non financières (*corporate*) et les administrations publiques détiennent 11% de ces instruments de gestion de trésorerie. L'attrait pour la qualité de la gestion monétaire en France explique certainement l'emprise des OPCVM qui sont de loin (avec 45% du stock total) les principaux détenteurs de premier rang des titres à moins d'un an, assurant la liquidité des banques en particulier, et répondant aux besoins de financement via le marché des billets de trésorerie des entreprises en général.

2.2. Une importante base d'investisseurs non-résidents pour les émetteurs français

Le stock de 3350 milliards d'euros émis par des résidents français n'est pas lapanage des seuls investisseurs locaux (lecture à la verticale des « carrés » de la Figure 1). En effet, au global, les non-résidents détiennent 55% de cet encours, ce qui met en évidence, de manière générale, la qualité et l'attrait des émetteurs français, sur les marchés primaires et secondaires, ainsi que l'étendue de leur base d'investisseurs. Concernant le stock de dette à moyen-long terme émise par des résidents (2772 milliards d'euros), il est détenu à hauteur de 58% par des non résidents, l'encours à court terme est en revanche à un niveau similaire, mais à l'inverse dans les portefeuilles des résidents (Tableau 8).

T8 - France : origine des investisseurs en titres de créances émis par les résidents				
Origine géographique des investisseurs	Titres moyen-long terme		Titres courts terme (< 1 an)	
	En Mds Ö	En %	En Mds Ö	En %
Investisseurs résidents	1 161	42%	330	57%
Investisseurs non résidents	1 611	58%	247	43%
TOTAL	2 772	100%	577	100%

Source : BDF à fin 2010

3. Les gestions, source de financement essentielle pour l'économie française

Pour analyser l'utilité économique des gestions, lors de la réalisation de cette étude, deux types de données ont été utilisés. Le Service Economie/Recherche de l'AFG a réalisé fin 2010 une enquête sur le contenu en titres de taux des mandats de gestion, détaillé selon trois dimensions : maturité initiale des titres (supérieure ou inférieure à un an), zone ou pays d'émission et nature des émetteurs (Etats, institutions financières¹). Des données analogues issues des portefeuilles des OPCVM, collectées par la Banque de France, étaient également disponibles. L'agrégation des informations contenues dans ces deux types de produits, à la base des gestions pour compte de tiers, a permis de déterminer l'allocation globale en titres de taux de ces portefeuilles (3.1). Enfin, à partir des éléments statistiques précédents et d'autres sources d'information, des taux d'emprisonnement des gestions sur le stock de la dette des émetteurs résidents ont pu être calculés (3.2). Au total, cet exercice s'est traduit par la mesure de la contribution des gestions au financement des agents économiques présents sur les marchés d'émission de titres de dette.

3.1. Un fort double biais domestique, France/zone euro, caractérise l'allocation des portefeuilles

Au global, les SGP détiennent dans les portefeuilles qu'elles gèrent pour leurs clients 1690 milliards d'euros en titres de taux, toutes maturités confondues, d'émetteurs français et étrangers. Ces titres se répartissent à 83% en titres à moyen et long terme (1407 milliards investis en obligations et titres assimilés, ainsi que des titres de créances négociables à plus d'un an) et à 17% en titres courts (instruments du marché monétaire de maturité initiale inférieure à un an). Avec 1060 milliards d'euros, les mandats sont de loin le principal vecteur de placement en produits de taux à moyen et long terme (75% du total).

Si l'on tient compte de l'origine géographique des émetteurs en portefeuille, et cela est valable pour les deux modes de gestion, les mandats et les OPCVM, on remarque un fort « double biais domestique », France et zone euro (Tableau 9). En effet, sur 1407 milliards d'euros investis en titres à plus d'un an au sein des mandats et des OPCVM, 38% ont été émis par des résidents français ; les titres de la zone euro ó France comprise ó représentant, eux, 85% de cet encours. Les 197 milliards investis dans des valeurs de pays de l'OCDE hors zone euro concernent majoritairement celles émises aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. A l'inverse d'idées reçues, avec 16 milliards d'euros, soit à peine plus de 1% du total investi en obligations dans le portefeuille global, l'allocation en titres de pays émergents reste marginale, probablement en raison du manque de profondeur et de structuration, voire du manque d'information fiable sur ces marchés.

T9 - Titres de taux détenus par les gestions en France : répartition par zone géographique

(En milliards d'euros à fin décembre 2010)

Titres à maturité initiale > 1 an	Zone géographique (nationalité de l'émetteur)				TOTAL
	France	Zone euro hors France	OCDE hors zone euro	Reste du monde	
Mandats*	422,9	495,5	132,4	6,0	1 056,8
OPCVM**	110,2	165,5	64,8	10,0	350,5
Total gestions	533,1	661,0	197,2	16,0	1 407,3

Titre à maturité initiale @1 an	Zone géographique (nationalité de l'émetteur)				TOTAL
	France	Zone euro hors France	OCDE hors zone euro	Reste du monde	
Mandats*	24,7	5,1	9,6	0,0	39,5
OPCVM**	158,5	61,2	24,9	0,2	244,7
Total gestions	183,2	66,3	34,5	0,2	284,2

* Extrapolation des mandats à partir des données d'enquête (Source : AFG).

** Ventilation des OPCVM à partir de données de portefeuille (Source : Banque de France)

Quant à la composante monétaire des portefeuilles, la part de ces titres émis par des résidents français ó 183 milliards d'euros, soit 64% du total de cette catégorie ó est largement prépondérante. Ils sont largement logés dans les OPCVM (monétaires surtout, obligataires mais aussi fonds à formule et diversifiés). A un niveau similaire que pour les obligations, ces titres monétaires sous gestion sont émis à 88% dans des pays de la zone euro, France comprise. La part des titres émergents est pratiquement nulle (0,1% du portefeuille investi à court terme).

L'allocation selon le type d'émetteur montre que les titres d'Etat composent à hauteur de 46% le portefeuille investi en obligations (Tableau 10). Dans un contexte de baisse des taux affectant plus particulièrement les meilleures signatures des titres d'Etat, et dans un souci également de diversification des portefeuilles, les *corporate* bénéficient depuis quelques années d'une attention croissante de la part des analystes à la recherche de titres de dette plus rentables. Les sociétés de gestion ont ainsi à fin 2010 investi à hauteur de 259 milliards d'euros dans les titres des entreprises non financières (soit 18% du total des titres longs). La crise de la dette souveraine semble avoir renforcé cette tendance (cf. chapitre 4).

T10 - Que détiennent les gestions : allocation des titres de taux par type d'émetteur

(En milliards d'euros à fin décembre 2010)

Titres à maturité initiale > 1 an	Type d'émetteur				TOTAL
	Etats et autres APU	Institutions financières	Entreprises non-financières	Autres	
Mandats*	559,3	272,6	184,2	40,7	1 056,8
OPCVM**	93,0	174,4	75,1	8,1	350,5
Total gestions	652,3	447,0	259,2	48,8	1 407,3

Titres à maturité initiale @1 an	Type d'émetteur				TOTAL
	Etats et autres APU	Institutions financières	Entreprises non-financières	Autres	
Mandats*	8,6	18,2	5,1	7,6	39,5
OPCVM**	33,5	173,8	37,2	0,2	244,7
Total gestions	42,1	192,0	42,4	7,7	284,2

* Extrapolation des mandats à partir des données d'enquête AFG.

** Ventilation des OPCVM à partir de la collecte des portefeuilles (Source : Banque de France)

Source : Banque de France pour les OPCVM ; enquête AFG pour les mandats de gestion.

Les OPCVM constituent de loin les principaux investisseurs en titres de dette courts. Plus des deux tiers de l'encours des instruments monétaires dans les portefeuilles gérés par les sociétés de gestion sont émis par des institutions financières (192 milliards), majoritairement sous forme de certificats de dépôts d'émetteurs français. Les Etats (bons du Trésor), et les entreprises non financières (billets de trésorerie) sont représentés presque à égalité (environ 15% pour chacun).

3.2. Des taux d'emprisonnement sur le stock de la dette émise par des résidents qui révèlent le rôle économique essentiel des gestions

Sur la base de données à fin 2010, l'encours global des titres de taux émis par des résidents français est de l'ordre de 3350 milliards d'euros. Les gestions en détiennent dans leurs portefeuilles 716 milliards, soit 21,4%. C'est dire le rôle économique très positif que joue l'industrie de la gestion dans le financement de l'économie, et ceci à long, moyen et court terme.

En effet, qu'elles investissent via des mandats ou des OPCVM (Tableau 11), avec plus de 530 milliards d'euros dans leurs portefeuilles, les sociétés de gestion détiennent près d'un cinquième du stock de dettes en titres à moyen et long terme des émetteurs français (obligations, BMTN et BTAN¹⁴). Via les OAT, le principal « bénéficiaire » de ces investissements est l'Etat français, dont les gestions détiennent 22% de la dette longue titrisée (OAT, BTAN), et qui concentre à lui tout seul environ 51% des placements de cette nature réalisés par les sociétés de gestion (sur un total de 533

¹⁴ Pour mémoire, à fin 2010, les encours des BMTN et BTAN sont respectivement de 70 et 226 milliards d'euros. Les OPCVM ont dans leurs portefeuilles les deux tiers des BMTN et très peu de BTAN, titres lesquels sont détenus à 88% par des non-résidents, et 10% par des établissements de crédit français.

milliards). De même, les gestions contribuent à hauteur de 25% au financement des entreprises non financières en titres de dette.

Soulignons, enfin, à cet égard l'importance en termes de volume que revêtent les mandats de gestion avec 423 milliards investis en titres longs émis par des résidents français, soit presque 80% des placements de cette nature effectués par les sociétés de gestion.

T11 - Taux d'emprise des gestions sur le stock de dette émise par des résidents en France

(En milliards d'euros à fin décembre 2010)

Titres de taux (maturité initiale > 1 an)	Mandats*	OPCVM**	Total SGP	Encours total émis***	% détenu par les SGP
- Etat et autres APU	246,6	24,0	270,6	1 251,0	22%
- Institutions financières	91,4	66,7	158,1	1 138,7	14%
- Entreprises non-financières	74,9	19,5	94,4	382,8	25%
- Autres	10,0	0,0	10,0	ns	ns
TOTAL	422,9	110,2	533,1	2 772,5	19%

Titre de taux (maturité initiale @1 an)	Mandats*	OPCVM**	Total SGP	Encours total émis***	% détenu par les SGP
- Bons du Trésor à taux fixe	8,2	16,5	24,7	187,1	13%
- Certificats de dépôts	8,6	125,5	134,1	296,4	45%
- Billets de trésorerie	1,8	16,3	18,1	50,1	36%
- Autres	6,1	0,2	6,3	43,8	14%
TOTAL	24,7	158,5	183,2	577,4	32%

* Extrapolation des mandats à partir des données d'enquête (Source : AFG)

** Ventilation des OPCVM à partir de la collecte des portefeuilles (Source : Banque de France)

*** Sources : Agence France Trésor, Banque de France.

Concernant le segment des titres à moins d'un an, les gestionnaires ont dans leurs portefeuilles près d'un tiers (32%) du stock des titres de créances négociables monétaires émis en France. Sur ces titres ce sont surtout les OPCVM qui représentent la majeure partie de ces placements (87% des 183 milliards investis).

Une remarque de fond s'impose au sujet de ces placements : si leur nature est le court terme (maturités allant de quelques jours jusqu'à un an), dans la pratique, pour les émetteurs constamment à la recherche de capitaux sur les marchés, ces instruments fonctionnent comme des outils à moyen et long terme dans la mesure où leur stock se reconstitue en continu. C'est le cas pour les trois catégories d'émetteurs figurant sur le Tableau 10. Ils émettent en permanence¹⁵, la plupart du temps soit pour parer à leurs contraintes de liquidité à très court terme (comme les banques qui émettent des certificats de dépôts), soit pour satisfaire leurs besoins en fonds de roulement à quelques semaines ou mois (billets de trésorerie pour les entreprises non financières), sans oublier bien entendu les bons du Trésor.

¹⁵ Cf. données de la Banque de France qui permettent de suivre mois après mois l'émission et le stock de dette sur les marchés de titres de créances négociables. Historiquement, la tendance est surtout à la hausse des stocks !

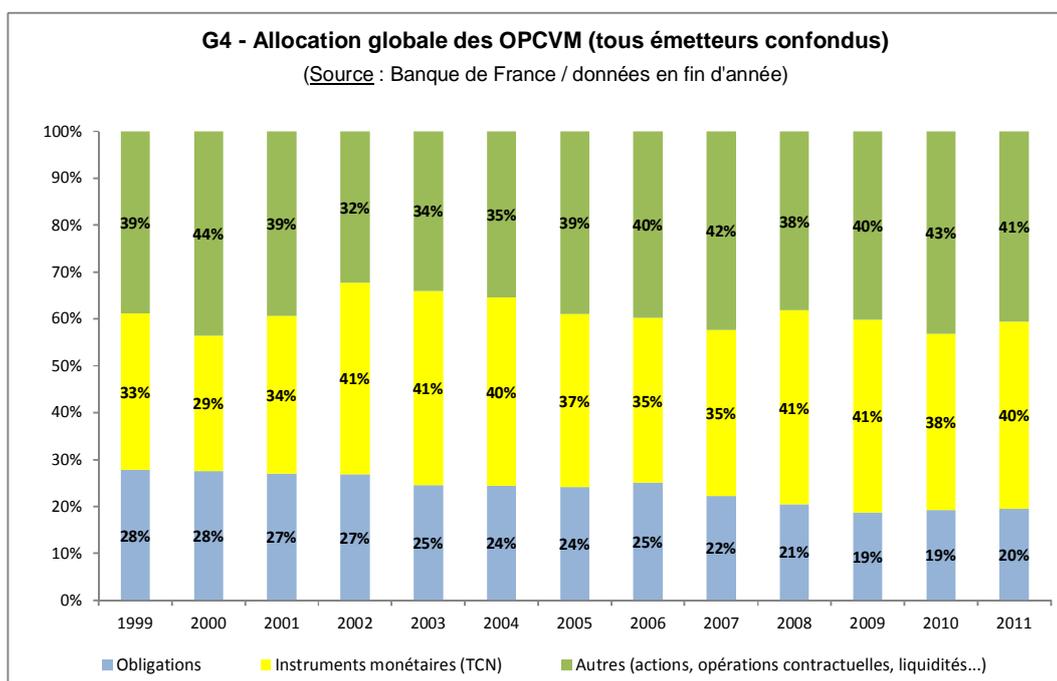
Ces opérations, qui se font majoritairement via des OPCVM, sont d'autant plus importantes qu'elles satisfont non seulement les besoins en capitaux des émetteurs mentionnés ci-dessus, mais aussi, à travers l'allocation d'actifs, elles permettent aux investisseurs de diversifier leurs risques, plus particulièrement ceux de signature.

4. Analyse dynamique de l'investissement en titres de taux dans les OPCVM

Ce chapitre est consacré à une analyse dynamique, sur la période allant de 1999 à fin 2011, de la structure des titres de taux contenus dans les portefeuilles des OPCVM, en tenant compte notamment du type de titre¹⁶ (obligataire ou monétaire) et selon l'origine géographique des émetteurs (4.1.), ainsi que du type de produit ou la nature institutionnelle des entités émettrices (4.2.). Il met en évidence, d'une part l'importance des OPCVM en tant que véhicules d'épargne investissant dans les économies de la zone euro (et européenne par extension) et française et d'autre part le lien existant entre niveau des taux et structure des portefeuilles, en considérant l'évolution des marchés et, pour ces dernières années, les crises bancaires et de la dette souveraine.

4.1. Une allocation qui privilégie les investissements en zone euro/France

L'allocation en titres de taux (tous émetteurs confondus) du portefeuille global des OPCVM a été très variable depuis 1999; et cela en lien aussi bien avec l'évolution des marchés que du cycle économique (Graphique 4).

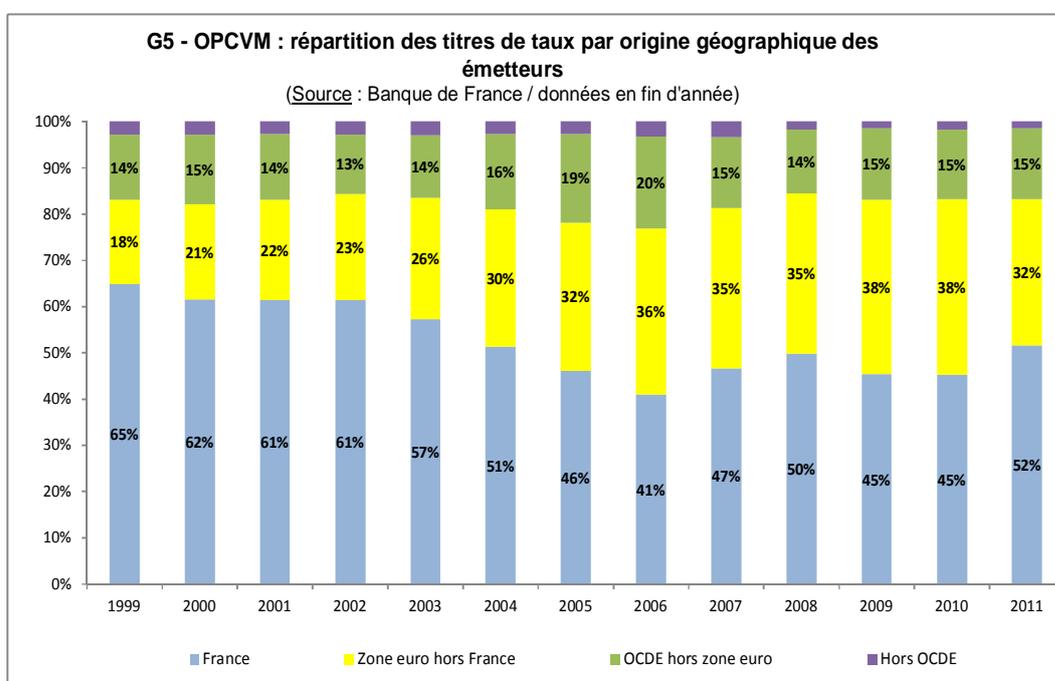


Ainsi, au début du siècle, et cela jusqu'en 2004, la crise du marché actions explique la progression de 57% à 64% de la part des produits de taux, et de manière plus spécifique celle des titres monétaires

¹⁶ A la différence des parties précédentes, compte tenu de l'information disponible, dans ce chapitre les titres de taux sont répartis en obligations et titres des créances négociables (TCN), et cela quelle que soit la maturité des titres. C'est le cas notamment des BMTN qui figurent ici parmi les instruments monétaires (TCN), alors que leur maturité est supérieure à un an.

(dont les BMTN ont constitué l'une des composantes les plus dynamiques), qui sont passés en l'espace de quatre ans de 29% à 40%, alors que la composante obligataire perdait 4 points. La période suivante jusqu'à la crise de 2008 voit augmenter la part de la rubrique « autres », notamment sous l'action conjuguée de la hausse de la valorisation des actions et du volume des liquidités et des opérations contractuelles. Entre 2009 et 2011, on observe enfin un mouvement vers la liquidité accompagnée d'un raccourcissement de la maturité moyenne des portefeuilles, y compris ceux investis en obligations, reflétant un accroissement de l'aversion au risque des clients de la gestion.

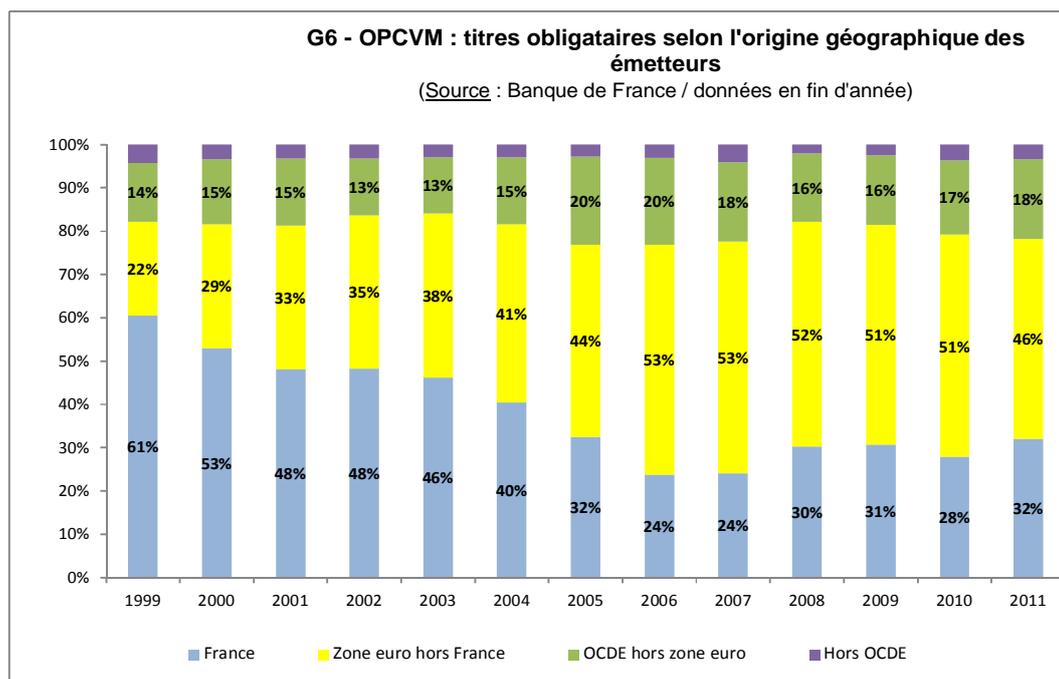
Une analyse globale centrée sur l'origine géographique des émetteurs des titres en portefeuille fait ressortir, en dynamique, un fort double biais géographique, en faveur tout d'abord de la France, et secondairement de la zone euro (Graphique 5).



On observe depuis la création de l'euro une forte réallocation des portefeuilles vers les valeurs de la zone euro. En effet, entre 1999 et 2010 la part de la zone euro est passée de 18% à 38%, alors que celle de la France, tout en restant très significative, s'amenuisait progressivement pour atteindre un minimum de 41% en 2006. Depuis, on assiste à un très net renforcement du poids des titres français consécutif à une modération de la progression de ceux de la zone euro hors France et à une perte de vitesse des titres non européens. Enfin, le poids des pays hors OCDE s'est considérablement rétréci. Tout ceci dans un contexte de baisse des volumes.

De manière plus spécifique, les biais sont beaucoup plus prononcés selon que l'on examine séparément la masse d'actifs investis majoritairement en obligations et ceux en instruments monétaires.

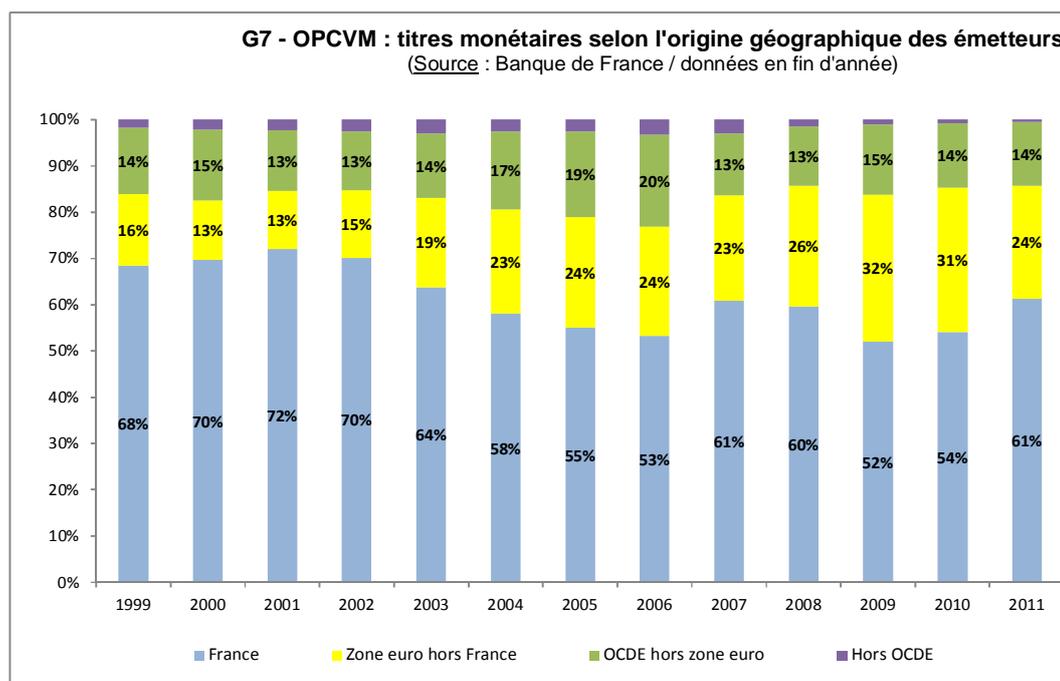
Concernant la répartition géographique des obligations, bien que leur part diminue sensiblement en 2011, on constate la persistance d'un fort « biais domestique » en faveur de la zone euro qui oscille autour de 50%. La France, avec une part de l'ordre de 30%, continue de bénéficier d'un biais très positif si l'on considère que sa part dans le PIB de la zone euro est inférieure à 20% (Graphique 6).



On constate en fait depuis 2007 un arbitrage en faveur des titres français dans les portefeuilles des OPCVM. Ceci semble une conséquence de la polarisation des *spreads* et des primes de risque, qui se traduit par la recherche d'un couple risque-rendement le plus favorable possible. En effet, si les obligations d'Etat allemandes semblent favorables par leur notation, leur rendement réel les rend moins attirantes. A l'inverse, en raison de leurs taux très élevés, les titres de certains pays de la zone s'avèrent trop risqués. Dans cette situation complexe, les titres de taux émis en France occupent une place moyenne leur permettant d'attirer une large base d'investisseurs, français et étrangers, d'où en partie le mouvement observé, renforcé par la confiance des gestions et de leurs clients pour des titres d'émetteurs qui leur sont géographiquement proches et qu'ils connaissent bien.

Au total, il est clair que s'agissant d'investir en titres de taux longs, avec une part d'environ 80% sur la totalité du portefeuille, la préférence des OPCVM pour les émetteurs français, et ceux de la zone euro, est très nette.

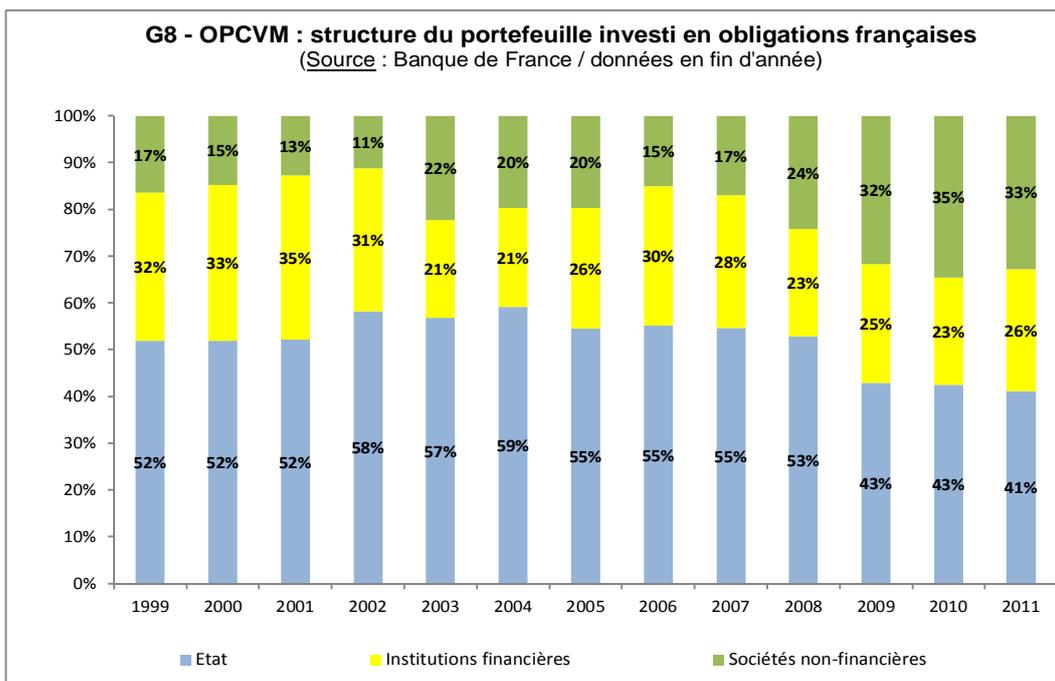
Ce biais est encore plus marqué dans le cas des titres monétaires (Graphique 7), mais cette fois-ci avec de fortes variations liées à la conjoncture et surtout aux crises, notamment bancaires. A cet égard, les émetteurs français représentent, à eux seuls, plus de la moitié des encours en portefeuille. La part des pays de l'OCDE hors zone euro a, elle, tendance à se réduire au fil des crises de ces dernières années. Les titres des émetteurs des pays du reste du monde (hors OCDE) sont pratiquement en voie de disparition.



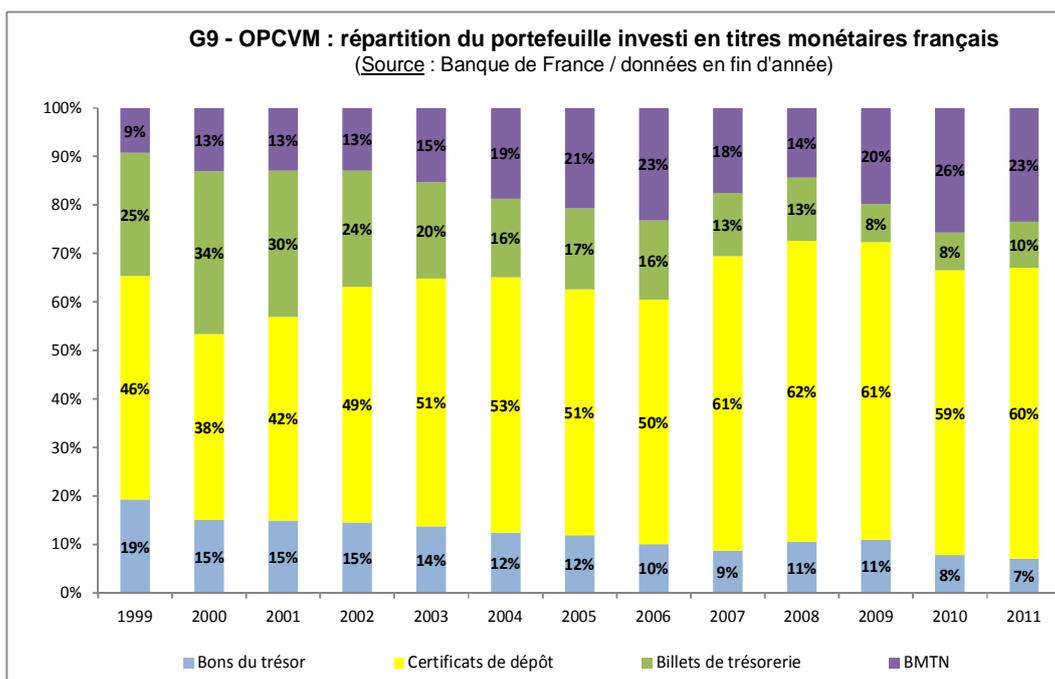
4.2. Sur le segment long, rééquilibrage en cours en faveur des entreprises françaises

Si l'on considère l'évolution de la structure des obligations françaises logées dans les OPCVM, on remarque tout d'abord, bien qu'en baisse tendancielle, le poids encore prépondérant de l'Etat Français parmi les trois catégories d'émetteurs considérés (Graphique 8), et la montée en puissance très rapide des *corporate* qui représentent un tiers de l'encours total contre 11-15% en début du siècle ; enfin, les institutions financières voient avec le temps leur poids se réduire en passant d'un tiers en début de période à un quart du stock d'obligations en portefeuille aujourd'hui.

Ces évolutions semblent refléter simultanément le changement du mode de financement des entreprises non financières, qui en raison de la raréfaction des crédits bancaires ont (et auront à l'avenir) davantage recours aux marchés financiers, et une demande accrue de leurs titres par des gérants à la recherche de diversification des risques, et d'un surplus de rendement.



Dans la même optique, la répartition des titres monétaires français est très favorable aux certificats de dépôts, essentiels pour le refinancement des établissements de crédit. Ces véhicules émis par les banques afin de drainer des liquidités sur les marchés, voient leur poids, qui était déjà élevé, s'accroître considérablement sur la décennie atteignant 60% en 2011. La part des bons à moyen terme négociables (BMTN) est également en hausse avec toutefois des mouvements quelque peu heurtés ces dernières années. En recul relatif parmi ces titres de créances négociables, les billets de trésorerie et les bons du trésor subissent un certain effet d'éviction de la part des deux véhicules précédents.



ANNEXE 1 – Statistiques complémentaires

A1 - Structure des titres de dette moyen-long terme selon le type d'agent émetteur

Emetteurs	Allemagne	France	Espagne	Italie	Zone euro	Royaume -Uni*
Entreprises non financières	4%	14%	1%	4%	6%	12%
Administrations publiques	45%	45%	33%	55%	41%	36%
Institutions financières	51%	41%	66%	41%	53%	52%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
En mds euros	3 097	2 750	1 498	2 568	13 974	3 246

Source : BCE, calculs AFG.

A2 - Répartition par agent émetteur du poids des titres de dettes à moyen et long terme

Emetteurs	Allemagne	France	Espagne	Italie	Sous-total / Zone euro	Zone euro (mds. Ö)
Entreprises non financières	16%	47%	2%	11%	77%	806
Administrations publiques	24%	21%	9%	25%	79%	5 790
Institutions financières	21%	15%	13%	14%	64%	7 378
Total	22,2%	19,7%	10,7%	18,4%	70,9%	13 974

Pour mémoire

PIB en euros courants (mds ")	2477	1937	1051	1553	7019	9163
Poids du PIB / Total zone euro	27,0%	21,1%	11,5%	17,0%	76,6%	100%
Dette longue / PIB	125,0%	142,0%	142,5%	165,3%	141,2%	152,5%

* Avec un PIB de 1706 mds ", le rapport dette longue/PIB du Royaume-Uni est de 164%.

Source : BCE, calculs AFG.

A3 - Structure des titres de dette à moyen-long terme selon le type d'investisseur

Investisseurs	Allemagne	France	Espagne	Italie	Zone euro	Royaume -Uni
IFM	53%	34%	58%	36%	46%	42%
AIF	23%	16%	8%	8%	19%	21%
SA et FP	8%	44%	18%	17%	20%	33%
SNF	2%	1%	3%	3%	2%	1%
APU	6%	2%	8%	1%	4%	1%
Ménages	9%	2%	4%	34%	10%	1%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
En mds euros	2 655	2 527	1 078	2 033	13 197	3 172

Source : BCE, calculs AFG.

A4 - Répartition par type d'investisseur du poids des titres de dettes à moyen et long terme

Investisseurs	Allemagne	France	Espagne	Italie	Sous-total / Zone euro	zone euro (mds. Ö)
IFM	23%	14%	10%	12%	60%	6 053
AIF	24%	16%	3%	6%	50%	2 512
SA et FP	8%	43%	7%	13%	71%	2 620
SNF	20%	14%	16%	31%	81%	225
APU	33%	11%	19%	6%	69%	462
Ménages	19%	5%	3%	51%	78%	1 324
Total en %	20%	19%	8%	15%	63%	13 197

Source : BCE, calculs AFG.

IFM : Institutions financières monétaires
FP : Fonds de pension

AIF : Autres institutions financières
SNF : Sociétés non financières

SA : Sociétés d'assurance
APU : Administrations publiques

Annexe 2 ó Quelques définitions du secteur institutionnel et de produits de taux

1. Classification des émetteurs du secteur financier

- **Institutions Financières monétaires (IFM)** : dans l'Union européenne, les institutions financières monétaires (IFM) sont des institutions créant de la monnaie. Cette définition comprend la Banque centrale européenne, les banques centrales nationales (BCN), les établissements de crédit, les OPCVM monétaires et d'autres institutions financières. A cause des divergences importantes dans les méthodes statistiques, les agrégats monétaires des différents pays de l'Union Européenne ne pouvaient pas être significatifs. Pour parer à cela, les banques centrales nationales ont mis au point une méthodologie statistique commune, tout en prenant compte des différences structurelles et de fonctionnement des systèmes financiers nationaux. En 2011, on comptabilise 7 533 IFM dans la zone euro et 9587 dans l'ensemble de l'UE (Source : Banque de France).
- **Institutions financières non monétaires (IFnM)** : cette catégorie statistique se définit par défaut en relation avec les IFM. Appartiennent aux IFnM les sociétés d'assurance, les fonds de pension, les OPCVM non monétaires

2. Classification des émetteurs du secteur « administrations publiques »

- **Administrations centrales** : Etats (budget général, comptes spéciaux du Trésor, budgets annexes) et « organismes divers d'administration centrale ». En France, plusieurs centaines d'établissements de statut public ou privé, dont notamment la CADES, le CNRS, l'ASP, le CEA, les Grandes Ecoles, les musées nationaux, etc. sont regroupés sous cette dénomination.
- **Administrations publiques locales** : elles regroupent les organismes ayant une compétence géographique limitée : collectivités locales, établissements publics locaux, organismes consulaires, caisses des écoles, et tous les organismes publics ou parapublics financés majoritairement par les collectivités locales.
- **Administrations de la Sécurité sociale** : ensemble des régimes obligatoires de Sécurité sociale (Régime général, régimes d'assurance chômage, régimes complémentaires de retraite et régimes de prévoyance, régimes indépendants et agricoles, régimes spéciaux de salariés), et organismes financés par ces régimes (hôpitaux publics et privés participant au service public hospitalier et financés par dotation globale).

3. Valeurs du trésor.

- **Bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés (BTF)** : instruments de gestion de trésorerie de l'État, ils servent à couvrir les fluctuations infra-annuelles de la trésorerie de l'Etat, qui découlent pour l'essentiel du décalage entre le rythme d'encaissement des recettes et celui du paiement des dépenses, et de l'échéancier d'amortissement de la dette. La maturité des

BTF à l'émission est de moins d'un an. Ils sont émis chaque lundi par voie d'adjudication, dans le cadre d'un calendrier trimestriel publié à l'avance et précisant les échéances des bons qui seront mis en adjudication. Un BTF à 3 mois est émis chaque semaine ; s'y ajoute, selon les cas, une émission de BTF semestriels ou annuels. Certains BTF peuvent être émis hors calendrier pour des durées de 4 à 7 semaines en fonction des besoins de trésorerie (Source : Agence France Trésor).

- **Bons du Trésor à intérêt annuel (BTAN)** : ils représentent l'endettement à moyen terme de l'État. Leur maturité à l'émission est de deux ou cinq ans. Ils sont émis par adjudication le troisième jeudi de chaque mois, dans la cadre d'un calendrier semestriel publié à l'avance ; l'Etat émet à cette occasion au moins une ligne de BTAN d'échéance 2 ou 5 ans. L'échéance des BTAN, ainsi que la date de paiement du coupon, sont fixés le 12 du mois (Source : Agence France Trésor).
- **Obligations assimilables du Trésor (OAT)** : supports de l'endettement à long terme de l'État. Leur maturité est comprise entre sept et cinquante ans. La plupart des OAT sont à taux fixe et remboursables *in fine*. Le Trésor émet aussi des obligations à taux variable (OAT TEC 10 indexées sur le taux de l'échéance constante à 10 ans) et des obligations indexées sur l'inflation (OATi, OATpi). Les OAT sont émises par adjudication le premier jeudi de chaque mois ; l'Etat adjuge à cette occasion une ligne à taux fixe d'échéance 10 ans, et si les conditions de marché s'y prêtent, d'autres lignes d'OAT à taux fixe ou à taux variable (Source : Agence France Trésor).

4. Valeurs du marché monétaire

Titres de créances négociables

	Instruments		
	Certificats de dépôt	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables
Nature des émetteurs	<ul style="list-style-type: none"> ó Établissements de crédit résidents et non résidents ó Caisse des dépôts et consignations. 	<ul style="list-style-type: none"> - Entreprises résidentes et non résidentes autres que les établissements de crédit sous réserve de remplir les conditions de forme juridique, de capital et de contrôle requises lorsqu'elles font appel public à l'épargne, ou des conditions équivalentes pour les entreprises ayant un siège social à l'étranger. - Entreprises d'investissement. - Groupements d'intérêt économique et sociétés en nom collectif, composés exclusivement de sociétés par actions, - Institutions de l'Union européenne et organisations internationales - Caisse d'amortissement de la dette social instituée par l'article 1er de l'ordonnance n°96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale. - Collectivités locales et leurs regroupements. - Associations régies par la loi du 1er juillet 1901. - Etats. - Fonds communs de créances. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôts ou des billets de trésorerie.
Durée	de 1 jour à 1 an	de 1 jour à 1 an.	de 1 an 1 jour sans limitation de durée.

Source : Banque de France



L'Association Française de la Gestion financière (AFG) représente les professionnels de la gestion d'actifs pour compte de tiers en France. Ils gèrent près de 2 600 milliards d'euros d'actifs (4^e rang mondial) dont près de 1 400 milliards d'euros sous forme de gestion collective (1^{er} rang européen et 2^e rang mondial), et le solde sous forme de gestion individualisée sous mandat, notamment via l'assurance-vie.

Les sociétés de gestion de portefeuille (SGP), au nombre de quelque 600, permettent aux investisseurs – particuliers et institutionnels – d'accéder aux compétences des professionnels de la gestion. Elles répondent à des règles strictes, notamment en matière d'agrément et de contrôle, et sont placées sous le bloc de compétence de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Deux groupes français figurent parmi les 10 premiers groupes de gestion au niveau mondial, et quatre parmi les vingt premiers.

Au cours des dernières années se sont créées de nombreuses SGP (près d'une centaine depuis 2007), spécialisées pour la plupart dans des secteurs innovants. Parmi cette vague de créations, il est à souligner l'arrivée de nouvelles sociétés de gestion entrepreneuriales, véritables pépinières de talents individuels.

L'industrie de la gestion est à la pointe du développement de nouveaux types de techniques ou de produits spécialement adaptés à l'évolution de la demande et aux nouvelles conditions de marché : capital investissement, gestions actives, gestion alternative et fonds contractuels, multigestion, fonds immobiliers, fonds garantis ou à promesse...

Carlos Pardo

Directeur des Etudes Economiques

Tél : +33 (0)1 44 94 94 25

c.pardo@afg.asso.fr

Thomas Valli

Economiste-statisticien

Tél : +33 (0)1 44 94 94 03

t.valli@afg.asso.fr

Association Française de la Gestion financière

31 rue de Miromesnil - 75008 Paris

Tél.: +33 (0)1 44 94 94 00

www.afg.asso.fr