

---

# Evolution des marchés obligataires souverains internationaux dans un contexte de taux négatifs

---

*REMTP 2022*

*Panel :*

**Diéne Mouhamed KAMARA**  
**CEO African Financial Agent AFA**  
**(Intermédiaire en Opérations de Banque)**

*Janvier 2022*

---

## Plan de la présentation

- ✓ Généralités sur les émissions obligataires
- ✓ Aperçu historique de l'évolution des taux
- ✓ Les Causes principales de l'évolution baissière
- ✓ Les Motivations des émetteurs et investisseurs dans un contexte de taux négatif
- ✓ Les perspectives d'évolution

## Généralités sur les émissions obligataires à taux négatif : Quels sont les pays concernés ?

- De plus en plus d'États de l'OCDE, (principalement de la zone euro), ont émis des obligations à taux négatifs ces dernières années.
- Avril 2015 : Suisse : emprunt à taux négatif : montant peu élevé (232,5 millions de francs suisses) mais le nombre de souscripteurs a été assez important, étant donné que les demandes ont atteint un montant de 410,5 millions de Franc suisse, traduisant ainsi un engouement marqué des investisseurs pour les titres proposés.
- **Juillet 2016 : Allemagne** : dette à 10 ans à taux négatif, en vendant pour plus de 4 milliards d'euros d'une obligation Bund assortie d'un taux de -0,05%,
- Septembre 2019, la France a placé 3,95 milliards d'euros à **dix ans à -0,36% et 1,5 milliard à 15 ans à -0,03%**,
- **Décembre 2020 La France s'est financée à taux négatif en 2020** L'AFT a levé 260 milliards d'euros d'OAT (les obligations à moyen et long terme). Un montant qui avoisine les 290 milliards si on y ajoute les rachats anticipés d'obligations arrivant à échéance en 2021 et 2022. En termes de taux, le bilan est tout aussi vertigineux : la France s'est globalement financée - pour ses obligations à moyen et long terme - à taux négatif cette année : -0,14 %. Du jamais-vu ! Le précédent record, 0,11 %, datait de 2019.

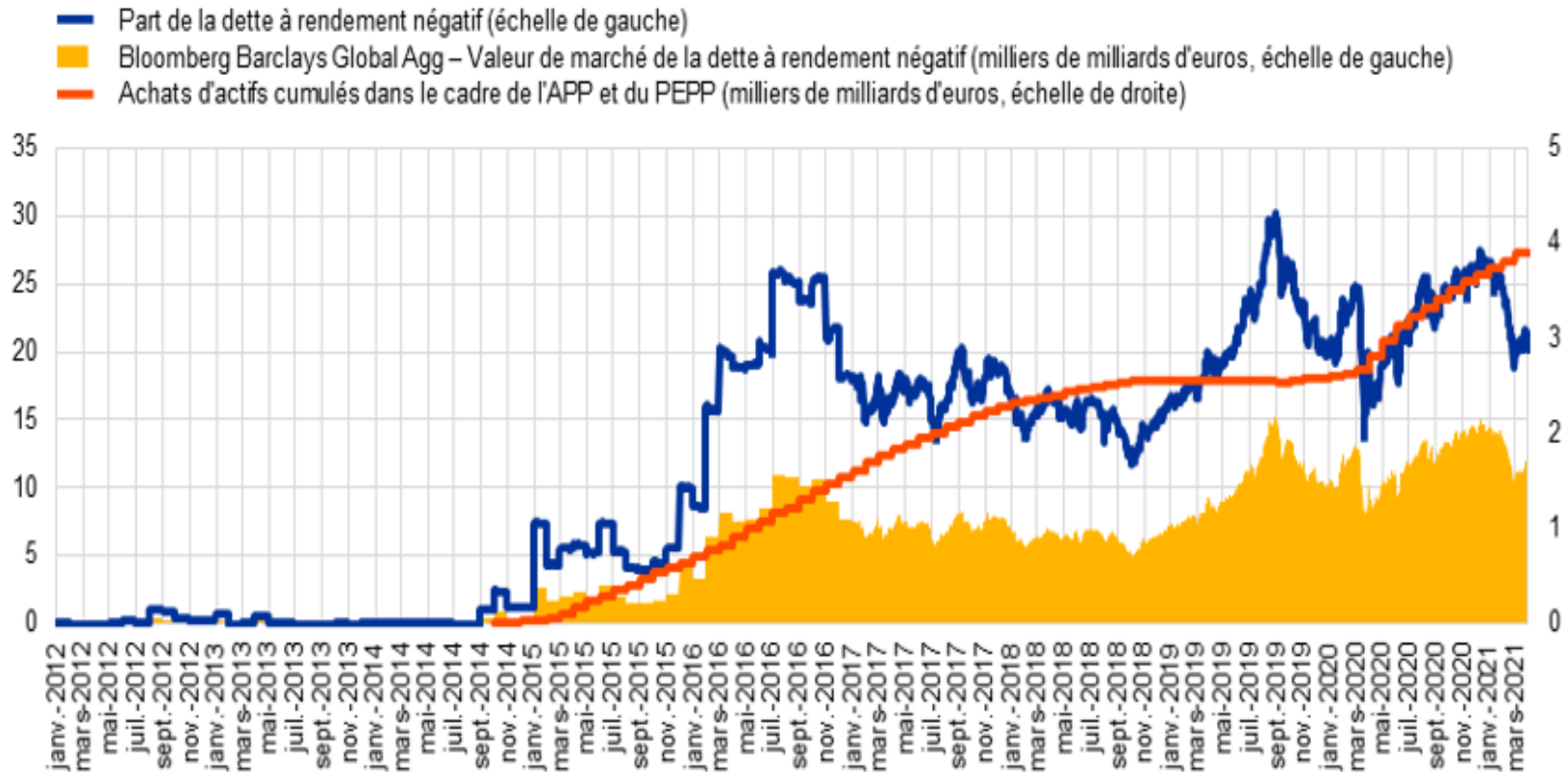
## Généralités sur les émissions obligataires à taux négatif : Quels sont les volumes concernés ?

- Le stock global de dette (publique et privée) à rendement négatif a fortement augmenté au cours des cinq dernières années, sa valeur totale dépassant 11 000 milliards d'euros en mars 2021 contre 8 000 milliards USD en décembre 2018.
- Environ 20 % des obligations composant l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate (qui intègre les obligations souveraines ainsi que les obligations d'entreprises) se négocient actuellement à des taux négatifs.
- l'ensemble des maturités de la dette allemande se trouve en territoire négatif, ce qui signifie que les créanciers paient pour prêter.
- En 2020, l'équilibre du marché des obligations du Trésor est resté favorable au maintien de taux d'intérêt à long terme bas. Malgré l'explosion de ses besoins d'émissions, le Trésor a contribué à dessiner cet équilibre : sur les 4 300 milliards de dollars empruntés en net sur les marchés en 2020, seuls 1 800 ont été financés par des titres longs, le reste l'ayant été par des T-Bills de maturité inférieure à un an. Or, dans le même temps, la Réserve fédérale a acheté 2 100 milliards de titres longs du Trésor. En net, les investisseurs sur le marché obligataire n'ont donc pas contribué au financement du surcroît d'endettement du Trésor et se sont même déchargés de 300 milliards de ses titres longs !

## Généralités sur les émissions obligataires à taux négatif : Quels sont les volumes concernés ?



## Généralités sur les émissions obligataires à taux négatif : Quels sont les volumes concernés ?



**Dettes à rendement négatif globale** Source : Bloomberg.

## Généralités sur les émissions obligataires : Quels sont les produits / Durées phares de la zone euro ?

- Bund (obligation d'Etat de l'Allemagne) à 10 ans - référence du Vieux Continent -
- OAT à 10 ans (obligation assimilable du Trésor, l'emprunt souverain correspondant de la France)
- L'Allemagne avait tenté en 2019 une émission sur une durée de 30 ans avec un rendement de -0,11% (sans grand succès) avec un ratio de souscription de 43% (869 millions souscrits sur 2 milliards offerts). La Bundesbank ayant souscrit le reste.

# Aperçu historique de l'évolution des taux

Evolution démographique et vieillissement de la population (OCDE)



Influence sur l'Épargne

Ralentissement de la croissance de la productivité mondiale,  
Fin de la période des grands travaux



Influence sur la demande d'emprunts pour les investissements



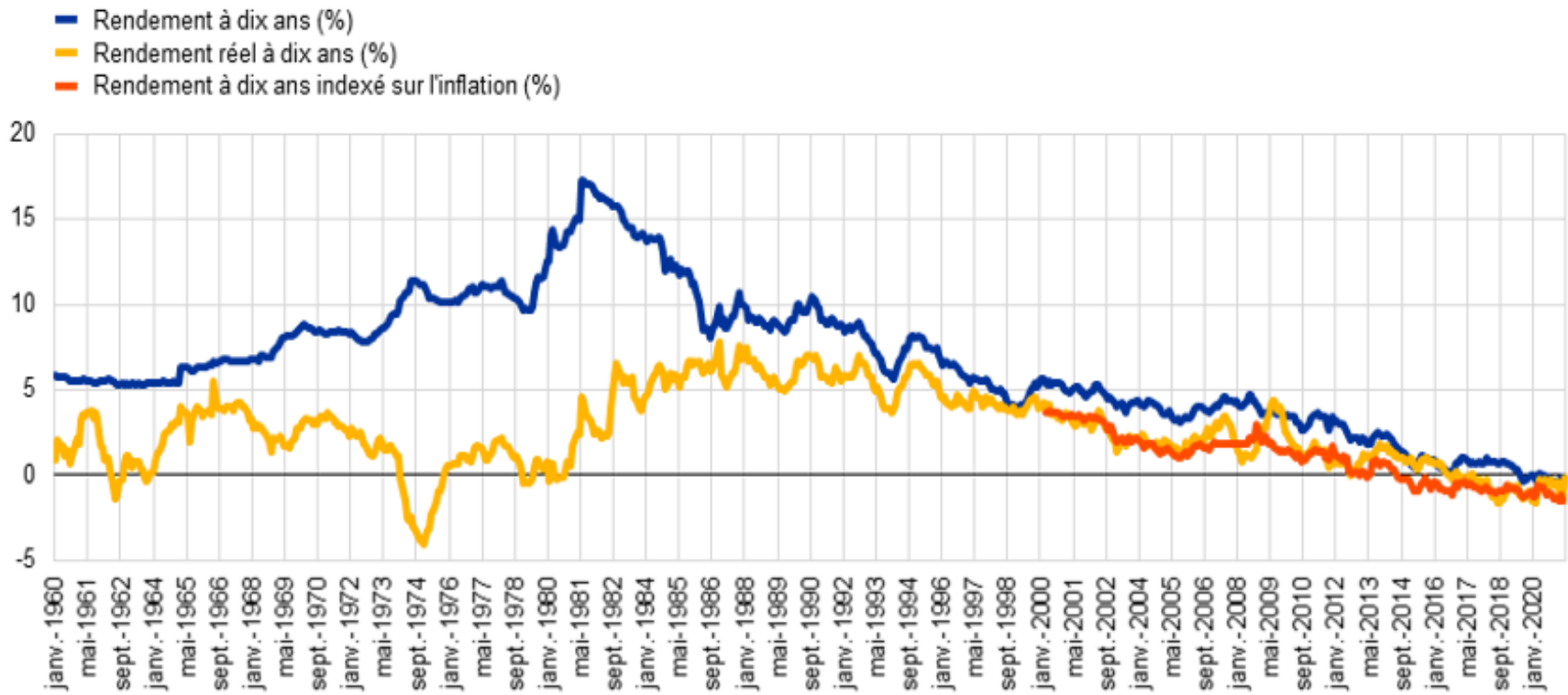
Facteurs structurels de baisse des taux d'intérêts dans les pays de l'OCDE (et dans le monde)





# Aperçu historique de l'évolution des taux

La baisse des rendements réels et nominaux est une tendance de long terme



Rendements nominaux et réels en France Sources : OCDE et Bloomberg.

# Causes principales de l'évolution des taux

Crises financières et  
économiques



Politiques Monétaires  
accommodantes :  
Programmes de rachats  
d'actifs souverains (QE) par  
les banques centrales (BCE ;  
FED, BoJ, etc.)



Hausse des prix des obligations  
Compression des rendements à LT  
des obligations  
baisse des taux directeurs

Ralentissement de la  
croissance de la productivité  
mondiale,  
Fin de la période des grands  
travaux



Déficits publics, Réduction du  
coût de financement des Etats,  
Gestion de la Pandémie  
COVID 19 (en 2020/2021)



# Causes principales de l'évolution des taux

Compression des rendements à LT des obligations et baisse des taux directeurs (baisse de la facilité de dépôts)



Baisse des taux d'intérêts nominaux  
Existence de taux d'intérêts négatifs

Taux : -0,3% ;  
-0,56%, taux  
moyen à  
l'émission  
All



Depuis mars 2015, l'Eurosystème (la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro) ont effectué des achats pour un montant d'environ 3 900 milliards d'euros dans le cadre de l'APP et du PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie, un programme de QE introduit en mars 2020 et spécifiquement adapté pour faire face aux conséquences économiques du coronavirus)

# Motivations Principales des Emetteurs

## Gain Financier et Refinancement de la dette

- Le 15 décembre 2020, l'Allemagne a encaissé plus de sept milliards d'euros cette année grâce aux rendements négatifs de ses émissions de dette (Source Ministère des Finances / Allemagne).
- Fin novembre, le taux d'intérêt moyen à l'émission des emprunts émis par l'Allemagne était de  $-0,56\%$ , ce qui se traduit par 7,07 milliards d'euros de recettes.
- A titre de comparaison, en France, le coût de financement à moyen et long terme de l'Etat pour 2020 s'affichait à  $-0,14\%$  mi-novembre.
- Grâce aux rendements négatifs, l'Etat gagne en fait de l'argent en émettant des obligations.

# Motivations Principales des Acquéreurs

- **Motif de spéculation**
- Certains investisseurs anticipent sur la chute des rendements, des obligations. Or, leurs rendements évoluent à l'inverse de leurs cours. Ainsi, en achetant maintenant, si les anticipations de ces investisseurs se vérifient, ils pourront revendre à des cours plus élevés et empocher une plus-value.
- D'autres investisseurs anticipent sur la réactivation des programmes de rachat des banques centrales => les investisseurs détenant des obligations souveraines peuvent les revendre à un prix plus élevé

# Motivations Principales des Acquéreurs

- **Motif de la réglementation prudentielle (bancaire et assurantielle) / Qualité de la signature**
  - Les réglementations prudentielles imposent aux banques et assurances de détenir une certaine proportion de titres «sûrs», tels les emprunts d'État. Même à rendement négatif, elles se doivent d'en acheter du fait de la qualité de signature élevée pour répondre aux normes de la réglementation financière, que cela soit dans le cadre de Bâle III pour les banques ou de Solvency 2 pour les assurances.
  - Pour bénéficier d'une telle sécurité, en arbitrando avec les autres opportunités d'investissement (des obligations souveraines d'autres pays par exemple) les investisseurs sont donc prêts à payer.
  - Les pays bénéficiant d'une telle qualité de signature étant peu nombreux, ils peuvent donc se permettre d'émettre à taux négatif à des maturités plus longues tout en attirant des investisseurs, soucieux de sécurité et / ou de répondre aux exigences réglementaires.
  - Les banques commerciales sont par ailleurs taxées sur l'argent qu'elles laissent dormir sur les comptes des banques centrales.

# Motivations Principales des Acquéreurs

- **Motif de sécurisation des actifs : Les obligations d'Etat, une valeur refuge appréciée en cas de choc, généralement elles bénéficient d'une excellente signature**
- Les obligations d'Etat des grandes puissances sont considérées comme très sûres par les investisseurs, qui considèrent que le risque de ne pas retrouver sa mise initiale est nul, sur ces titres.
- Valeur refuge
- Diversification du portefeuille
- Instruments servant de collatéral : Les obligations d'Etat étant souvent utilisées en tant que collatéral lors de transactions financières, un investisseur peut être amené à acquérir des titres souverains qui lui permettront par la suite de se lancer dans des opérations financières, dont le rendement généré sera supérieur au rendement du placement de ces mêmes liquidités sur un compte.
- Dilution du risque de change.

# Motivations Principales des Acquéreurs

- **Pour ne prendre aucun risque**
- Sans aller jusqu'à craindre une déflation généralisée, certains investisseurs très averses au risque préfèrent être sûrs de retrouver leur capital (même diminué des intérêts) plutôt que de risquer de tout perdre.
- Planquer son cash sous son matelas ou dans un coffre-fort n'est pas une solution envisageable pour les grands investisseurs (les montants sont trop importants).
- Elle n'est d'ailleurs pas sans coût (louer un coffre-fort n'est pas gratuit) ou sans risque (cambriolage, incendie) pour un particulier.
- L'Allemagne est l'un des emprunteurs souverains considérés comme les plus sûrs au monde, ce qui la rend incontournable pour de nombreux investisseurs institutionnels, assureurs et fonds de pension entre autres, prêts à payer pour assurer la sécurité de leurs placements. Plus un Etat est réputé pour sa solvabilité, par sa rigueur budgétaire (niveau de dette publique peu élevé, solde budgétaire maîtrisé, capacité à récolter des recettes fiscales) et par sa capacité à honorer dans les délais sa dette, plus la probabilité qu'il fasse défaut sur sa dette sera faible. Ainsi en achetant des titres qu'émet un Etat jugé « robuste », les investisseurs s'assurent de se faire rembourser.



# Perspectives d'évolution

- **Evolution en dents de scie ?**
- **Mais est-il encore pertinent d'acheter ces obligations à de tels niveaux de prix ?**
- Les obligations à taux d'intérêt négatif ont toutefois le gros défaut de constituer un placement peu attrayant... sur la durée !
- "Quand on achète un emprunt d'Etat allemand à 10 ans au niveau de prix actuel, on se bloque sur toute une décennie un rendement annuel de -0,4%, soit un rendement réel de près de -1,5% par an, compte tenu de l'inflation, qui est proche de 1%"
- Pour ceux qui ont une bonne tolérance au risque et qui disposent d'un horizon d'investissement lointain, "c'est un placement qui n'a actuellement plus beaucoup de sens",

## Perspectives d'évolution

- **L'Europe sort de l'ère des taux négatifs**

Les taux augmentent régulièrement depuis six mois, interrogeant sur la soutenabilité des finances publiques et des entreprises ainsi que sur le risque d'une explosion de la bulle financière.

Le risque d'une explosion de la bulle financière se pose également : les taux d'intérêt bas ont provoqué, depuis des années, une fuite des capitaux vers les marchés les plus risqués, comme les Bourses, qui rapportent plus ; le retournement de la situation pourrait soudain les dégonfler.

# Perspectives d'évolution

## • L'Europe sort de l'ère des taux négatifs

- Le phénomène est lent et progressif, mais il commence à marquer un profond basculement économique. Après avoir connu dix-huit mois en territoire presque continuellement négatif, les taux d'intérêt auquel les Etats européens empruntent sont repassés au-dessus de zéro.
- Celui des obligations françaises à dix ans, qui avait atteint un point bas à  $-0,38\%$ , mi-décembre 2020, frôle désormais  $0,2\%$ . Les Pays-Bas sont passés de  $-0,5\%$  à  $0\%$ .
- L'Italie a également gagné un demi-point, à  $0,9\%$ . Seule l'Allemagne, jugée par les marchés le pays le moins risqué, reste en zone négative, à  $-0,2\%$ .
- Le mouvement suit celui des Etats-Unis, bien plus avancé, où le taux d'emprunt à dix ans a pris 1,1 point en près d'un an, passant à  $1,6\%$ .
- Cette évolution n'est pas sans risque dans le contexte postpandémique, les Etats s'étant lourdement endettés. Entre 2019 et 2020, la dette publique française est passée de  $97\%$  du produit intérieur brut (PIB) à  $115,7\%$ , un bond historique. Celle de la zone euro a augmenté de  $85\%$  à  $102\%$ . Dans ce contexte, le moindre mouvement des taux d'intérêt devient très sensible pour la soutenabilité des dettes.

# Perspectives d'évolution

- **Un début d'année 2022 marqué par une forte remontée des taux en Europe et aux Etats-Unis**
- Le marché obligataire américain vit son pire début d'année depuis une décennie. Les taux d'emprunt américains ont connu leur deuxième séance consécutive de forte hausse. En Europe, le rendement du Bund allemand à 10 ans a pris 26 points de base en 15 jours. Les marchés anticipent une amélioration de la situation sanitaire et anticipent de nouveaux tours de vis de la part des banques centrales.

# Perspectives d'évolution

Quid de l'évolution des taux dans la zone UMOA ?

8 Pays ; 1 BC



130 banques