



Les titres publics et privés de la dette française sont parmi les plus détenus par les non-résidents

La France est le cinquième pays émetteur de titres de dette, loin derrière les États-Unis (39% du total mondial), le Japon et la Chine. Sa part dans le total mondial (5%) est proche de celle du Royaume-Uni, mais supérieure à celle de l'Allemagne (4%).

La dette française est très internationale puisqu'elle représente 8% des engagements recensés dans les positions extérieures du monde, soit la deuxième la plus acquise par des non-résidents, toujours loin derrière les États-Unis. Entre 2008 et 2019, la part de la France dans le total des engagements internationaux recensés, y compris intra-zone euro, est restée à peu près stable (entre 8,7% fin 2008 et 8,2% fin 2019), contrairement à l'Allemagne et au Royaume-Uni, dont les parts sont revenues, respectivement, de 10,5% et 9,4% fin 2008 à 6,0% et 7,5% fin 2019.

Emmanuel GERVAIS
Direction de la Balance des paiements
Service des Titres

Codes JEL
F21, F36,
G15

8,1 %

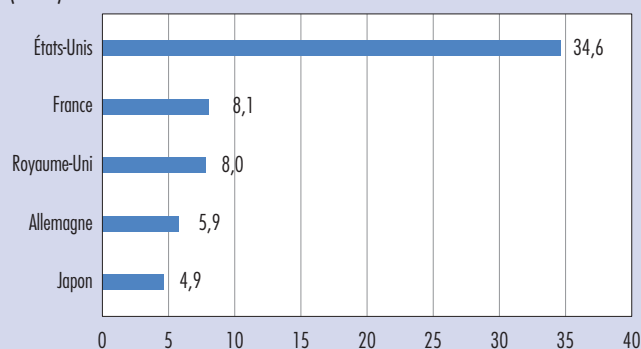
la part de la France dans le total des engagements mondiaux sur les titres de dette (deuxième, après les États-Unis)

54 %

la part des titres de dette publics et privés français détenus par les non-résidents

Part des pays dans les engagements mondiaux en 2019

(en %)



Source : FMI.



1 Les titres de la dette française, publics comme privés, occupent une place significative dans les portefeuilles internationaux

La France est l'un des plus grands émetteurs mondiaux

La France est le cinquième pays émetteur de titres de dette souveraine comme non souveraine, loin derrière les États-Unis (39% du total mondial), le Japon et la Chine (13%). Sa part dans le total mondial (5%) est proche de celle du Royaume-Uni mais supérieure à celle de l'Allemagne (4%). Elle est donc le premier émetteur de la zone euro.

La part de la France dans la dette mondiale est supérieure à sa part dans le PIB mondial en valeur. Les autres grands pays émetteurs partagent cette caractéristique, à l'exception de la Chine. L'écart le plus fort est observé pour les États-Unis.

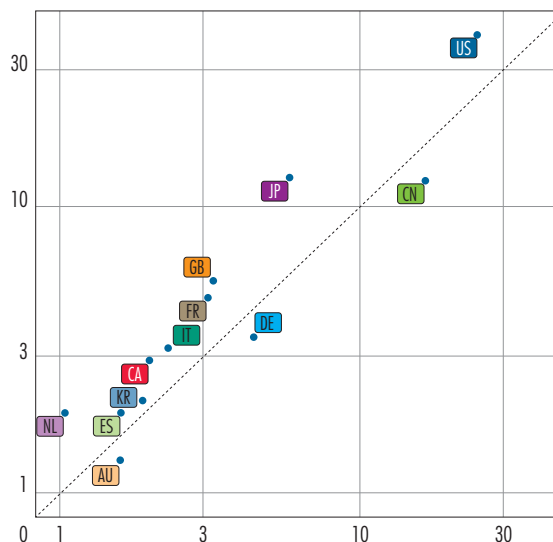
La dette française est très présente dans les portefeuilles internationaux

La part des émissions d'un pays détenues par les non-résidents (c'est-à-dire les engagements dans la terminologie de la balance des paiements) ne s'aligne pas

G2 Parts dans le PIB mondial et dans la dette mondiale à fin 2018

(en %; axe des abscisses : part dans la dette mondiale, axe des ordonnées : part dans le PIB mondial, en valeur)

AU : Australie DE : Allemagne GB : Royaume-Uni JP : Japon
CA : Canada ES : Espagne IT : Italie NL : Pays-Bas
CN : Chine FR : France KR : Corée du Sud US : États-Unis



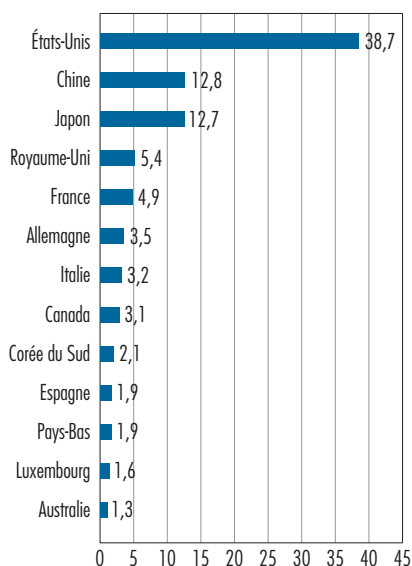
Note : Échelles logarithmiques.

Sources : ONU et Eurostat pour la dette des pays de la zone euro, FMI pour le PIB en parité de pouvoir d'achat, via DBnomics.

sur sa part mondiale dans les émissions de titres. En particulier, la dette française représente 8% des engagements recensés dans les balances des paiements

G1 Part des pays dans la dette mondiale en juin 2019

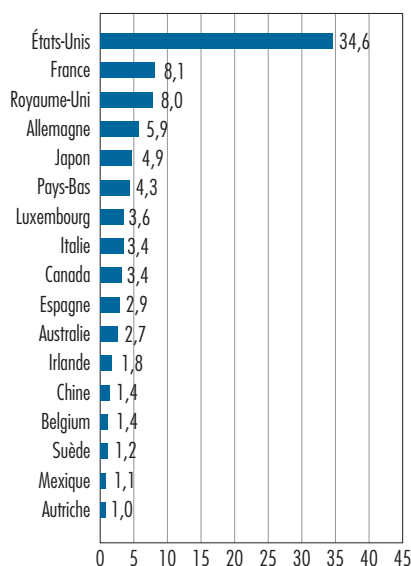
(en %)



Sources : ONU et Eurostat pour les pays de la zone euro via DBnomics.

G3 Part des pays dans les engagements mondiaux à fin 2019

(en %)



Source : FMI via DBnomics.



du monde, soit la deuxième la plus acquise par des non-résidents, toujours loin derrière les États-Unis (35% des encours totaux d'engagements sur titres de dette environ à fin 2019).

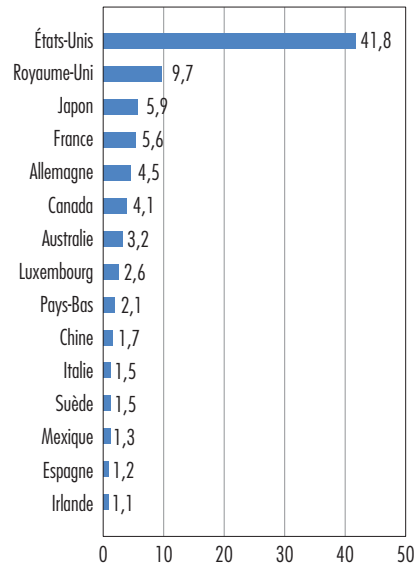
Parmi les 18 pays dont les engagements représentent plus de 1% du total mondial, on note la présence de 9 pays de la zone euro. La somme des engagements des États membres de la zone (34% du total des engagements mondiaux à fin 2019) est en effet proche de la part des États-Unis (35%).

Toutefois, près de la moitié des engagements de la zone euro sont en réalité détenus par d'autres États membres. Cette proportion moyenne reflète une situation très différenciée selon les États membres émetteurs. Les dettes allemande et française sont ainsi majoritairement détenues par des non-résidents hors zone euro tandis que celles émises par l'Italie et l'Espagne sont portées pour près des deux tiers par les investisseurs de la zone euro.

Les opérations de portefeuille entre les pays de la zone euro s'effectuent ainsi au sein d'une même zone monétaire. Au plan mondial, on est donc fondé à ne pas en tenir compte, en particulier parce qu'elles incluent des opérations de politique monétaire. Cette exclusion réduit la

G5 Part des pays dans les engagements mondiaux à fin 2019

(en %)

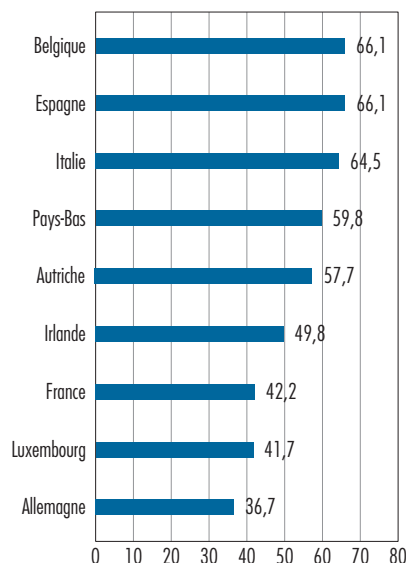


Source : FMI (BOP et CPIS) via DBnomics.

place de la France dans la répartition des engagements. Elle n'en reste pas moins significative et se situe à la quatrième position, après le Royaume-Uni et le Japon, mais de peu concernant ce dernier pays. En revanche, la France devance l'Allemagne. Le poids des États-Unis dans les engagements mondiaux ressort encore plus nettement.

G4 Part des engagements vis-à-vis de la zone euro à fin 2019

(en %)



Source : FMI (bases BOP et CPIS pour les engagements internes à la zone euro).

2 Un poids à peu près stable dans les engagements mondiaux depuis 2008

Entre 2008 et 2019, la part de la France dans le total des engagements, y compris ceux intra-zone euro, est restée à peu près stable (entre 8,7% fin 2008 et 8,2% fin 2019). Ce deuxième rang contraste avec le repli continu des parts de l'Allemagne et du Royaume-Uni, revenues respectivement de 10,5% et 9,4% fin 2008 à 6,0% et 7,5% fin 2019. En revanche, le poids de la dette des États-Unis dans les engagements mondiaux n'a cessé de se renforcer au cours de la période (de 33% fin 2008 à 35% fin 2019). La part du Japon s'est également accentuée (de 3,5% à 4,9%).

Les changements dans l'importance relative des pays s'expliquent par les variations comparées des taux de change, des émissions de titres de dette et de leur taux de détention par les non-résidents.



ENCADRÉ 1

Les contributions à la croissance des engagements entre 2008 et 2019

Les engagements exprimés en dollars d'un pays donné (E) égalent le produit du montant total des émissions en monnaie nationale évalués en prix de marché (EM), de la part de ces émissions détenues par les non-résidents (TNR – taux de détention des non-résidents) et du taux de change de la monnaie nationale contre le dollar (TCH) : $E = EM \times TNR \times TCH$

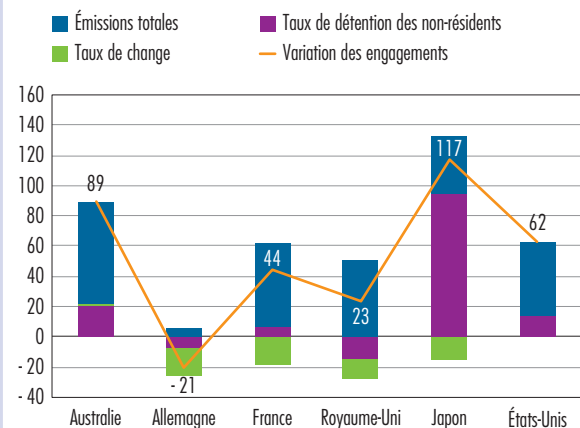
Le graphique ci-après décompose la variation des engagements sur la période en trois composantes :

- l'effet de la variation du change défini : il correspond à la variation des engagements induite par celle du cours de la monnaie nationale entre 2008 et 2019 alors que les montants des émissions en monnaie nationale et le taux de détention sont supposés figés au niveau de 2008 ;
- l'effet de la variation du taux de détention des non-résidents : il correspond à la variation des engagements induite par celle du taux de détention entre 2008 et 2019 alors que les montants des émissions en monnaie nationale et le taux de change sont supposés figés au niveau de 2008 ;
- l'impact de la variation des émissions totales : c'est par convention le solde entre la variation totale des engagements et les effets du change et du taux de détention, tels que décrits ci-dessus. Il comprend l'impact des effets de valorisation liés aux évolutions des taux sur la période, *a priori* positifs.

Dans les pays ayant les engagements les plus élevés, on constate que, sauf pour le Japon, la croissance des émissions explique la plus grande partie de la variation des engagements. En Allemagne, la croissance des émissions totales s'explique uniquement par l'accroissement de la valorisation des encours (cf. *infra*). La progression de la part détenue par les non-résidents, observée partout sauf au Royaume-Uni, n'a joué un rôle déterminant qu'au Japon. L'impact du change est quasiment systématiquement négatif, sauf pour l'Australie, où il a été faiblement positif.

Contribution à la croissance des engagements du 4^e trimestre 2008 au 2^e trimestre 2019

(en %)



Sources : FMI, ONU et Eurostat pour les pays de la zone euro (via DBnomics).

La hausse du dollar accroît la part des États-Unis dans les engagements, toutes choses étant égales par ailleurs

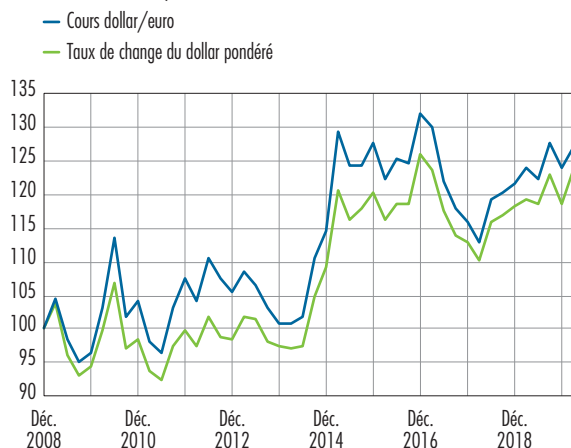
Dans les statistiques du Fonds monétaire international (FMI) dont sont extraites les informations sur les engagements, ceux-ci sont valorisés en dollars. Or, le cours de ce dernier contre l'euro et les devises des autres pays émetteurs

d'engagements a progressé en raison d'une forte hausse début 2015. Entre 2008 et la fin 2019, le dollar s'est au total réévalué de 23% en moyenne pondérée par les engagements des plus grands pays. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela tend à accroître la part des titres des États-Unis et à réduire celle de la France comme celle des autres pays émetteurs de la zone euro.



G6 Taux de change

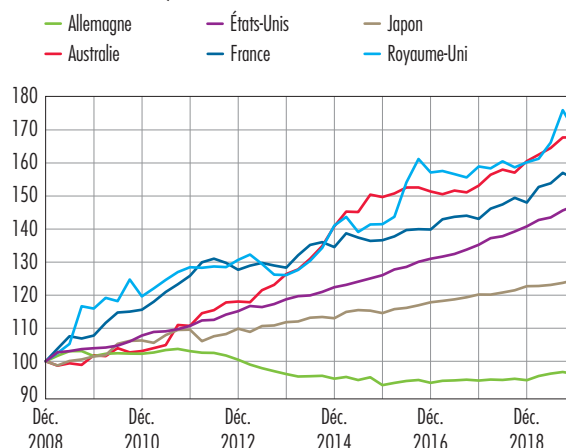
(base 100 fin 2008)



Sources : Banque de France pour les cours et FMI (BOP) pour les pondérations par les engagements (via DBnomics).

G7 Croissance de la dette

(base 100 fin 2008)



Sources : BRI et Reserve Bank of Australia pour les émissions de l'Australie (via DBnomics).

Les émissions de titres de dette des grands pays se sont accrues à un rythme généralement rapide

L'encours, exprimé en monnaie nationale et en valeur nominale, a ainsi vivement progressé au Royaume-Uni et en Australie entre 2008 et 2019 (respectivement + 71 % et + 68 %), suivie par la France (+ 54 %), les États-Unis (+ 46 %) et le Japon (+ 24 %). En revanche, l'encours de la dette allemande a stagné sur la même période (- 3 %).

Le taux de détention de la dette française s'est rapproché de celui observé pour la dette allemande

Le dernier facteur à prendre en compte pour expliquer l'évolution du classement des pays selon leur engagement est celui de la variation du **taux de détention de la dette par les non-résidents**. On constate que ces taux ont suivi des trajectoires plutôt divergentes entre 2008 et 2019. Deux groupes de pays se détachent (cf. graphique 8).

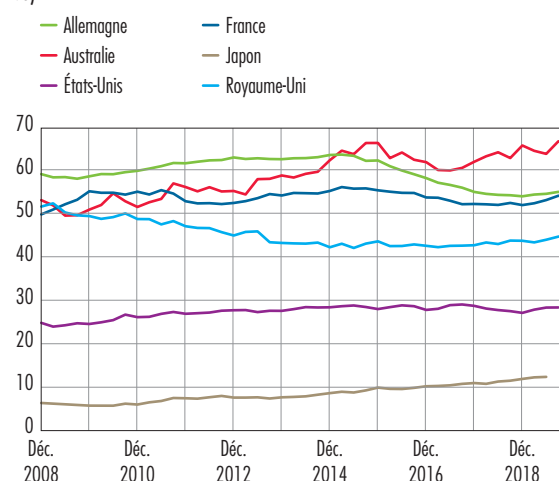
Pour les États-Unis et le Japon, la part des non-résidents est plutôt faible (moins du tiers) mais elle tend néanmoins à s'accroître sur la période, assez sensiblement au Japon (de 6 % en 2008 à 12 % en 2019) et plus modérément aux États-Unis (de 25 % à 28 %).

Les quatre autres pays émetteurs de dette internationalisée – Australie, France, Royaume-Uni et Allemagne – affichaient

fin 2008 des taux de détention des non-résidents proches, un peu au-dessus de 50 %. En 2019, ils se situent à des niveaux nettement différents. L'importance relative des positions des non-résidents sur la dette du Royaume-Uni a baissé continûment entre 2008 et 2014, avant de se stabiliser autour de 43 %. Inversement, l'internationalisation de la dette australienne s'est accentuée entre 2008 et 2015 avec un taux de détention passé de 53 % à 66 %, niveau retrouvé en 2019 à l'issue d'une lente décrue puis d'une reprise.

G8 Taux de détention de la dette par les non-résidents

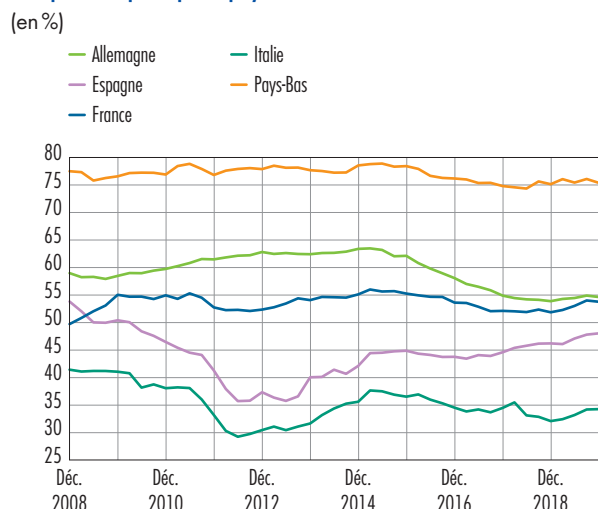
(en %)



Sources : FMI (BOP), Nations unies et Eurostat pour les pays de la zone euro (via DBnomics).

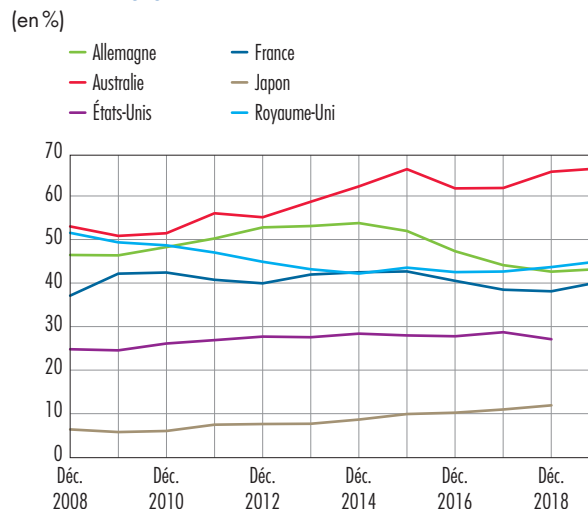


G9 Taux de détention de la dette par les non-résidents pour les principaux pays de la zone euro



Source : Eurostat pour les pays de la zone euro (via DBnomics).

G10 Taux de détention de la dette par les non-résidents hors engagements internes à la zone euro



Sources : Eurostat et FMI (CPIS) pour les engagements vis-à-vis de la zone euro (via DBnomics).

Depuis la fin 2008, le taux de détention par les non-résidents de la dette allemande excède celui de la dette française. Il a sensiblement fléchi depuis 2015, concomitamment aux développements des achats nets de l'Eurosysteme, qui ont eu pour contrepartie, au moins à leur début, des cessions nettes de la part des non-résidents détenteurs de la dette allemande (cf. graphique 9).

La détention non résidente de la dette française s'est également repliée pour les mêmes raisons à partir de 2015, mais dans de moindres proportions. En 2019, suite à la pause dans les achats nets de l'Eurosysteme, on a observé un retour des non-résidents sur la dette française de telle sorte que le taux de détention de cette dernière (54% à fin 2019) s'est sensiblement rapproché de celui observé sur la dette allemande (55%).

Le déclin sensible du taux de détention des dettes italienne et espagnole au début des années 2010 était l'une des manifestations de la défiance des marchés vis-à-vis de la dette publique d'une partie des pays de la zone euro à cette époque ; il a été effacé dès 2015. Depuis lors, la reprise s'est poursuivie sur la dette espagnole tandis qu'une érosion est constatée sur la dette italienne.

L'exclusion des opérations intra-zone euro change à la marge l'évolution des taux de détention de la dette française et allemande

La zone euro étant une zone monétaire intégrée, il fait sens d'exclure, dans le calcul des taux de détention, les engagements vis-à-vis de la zone euro du numérateur comme du dénominateur. Les taux de détention de la dette française et allemande s'en trouvent réduits de respectivement 13 et 11 points de pourcentage à la fin 2019. Ils sont ramenés au niveau du taux de détention observé sur la dette du Royaume-Uni (cf. graphique 10). En revanche, l'évolution des taux de détention des deux pays reste proche de celle observée quand on inclut les engagements intra-zone euro.

3 La détention étrangère de la dette française est plus dispersée que pour d'autres grands pays émetteurs

Une diversification géographique des détentions est de nature à assurer leur stabilité face à des chocs idiosyncratiques. À cet égard, la dispersion de la détention de la dette française, mesurée par l'indice de Herfindahl, apparaît proche de celle observée sur la dette des États-Unis



ENCADRÉ 2

La part des banques centrales dans la détention de la dette nationale en titres

Depuis le début des années 2000, la détention des banques centrales en titres de dette émis par leurs résidents s'est nettement accrue en raison du développement des politiques monétaires non conventionnelles. Leur impact a été particulièrement fort au Japon, où plus de 30% des encours étaient détenus par les autorités monétaires à la mi-2019. Il est moins apparent au Royaume-Uni ou aux États-Unis, où la banque centrale détenait de l'ordre de 10% du stock en fin de période.

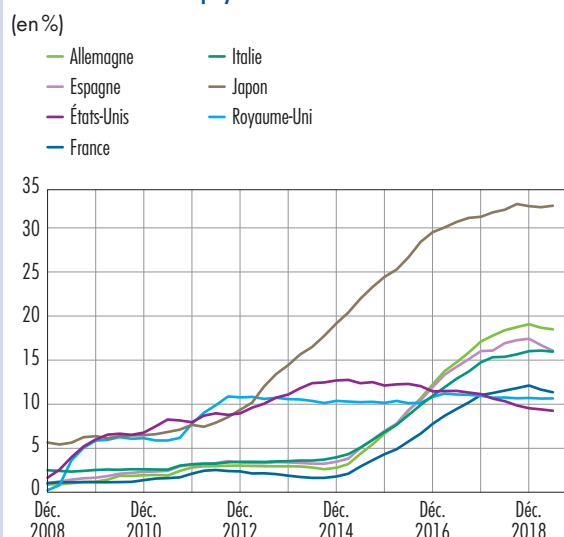
Dans la zone euro, au cours de la période 2008-2019, les programmes d'achats ont été menés entre 2015 et fin 2018. Ils ont conduit à des taux de détention de la dette de titres nationale différenciés au sein de l'Euro-système car, d'une part, ils ont privilégié les titres publics et, d'autre part, le partage s'est opéré en fonction de la clef de répartition du capital de la Banque centrale européenne (BCE), qui correspond à la moyenne de la part des pays dans la population et le PIB de la zone.

Au final, la dette sous forme de titres de la France, plus grand émetteur de la zone euro toutes catégories d'émetteurs confondues, mais doté d'une part dans le capital de la BCE (20,3%) inférieure à celle de l'Allemagne (26,2%), se trouve détenue à hauteur de 13% par la Banque de France¹ alors que, pour sa part, la Bundesbank détient à la même date 21% de la dette sous forme de titres émise par des résidents allemands.

La détention des banques centrales nationales de la zone euro réduit à due concurrence le flottant des titres concernés. On est donc fondé à ne pas en tenir compte dans le calcul des taux de détention. Ainsi corrigés, ceux-ci font apparaître une progression ininterrompue de la part des non-résidents, sur un périmètre qui tend à se contracter depuis 2015 et le démarrage des programmes d'achats nets.

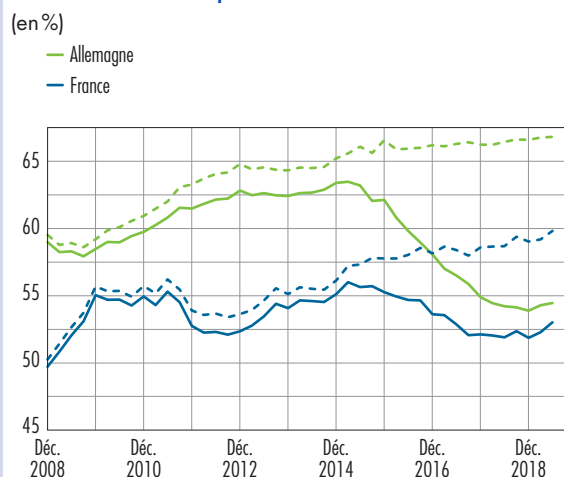
¹ La dette française est également détenue par d'autres banques centrales de l'Eurosysteme.

GA Part des détentions de la banque centrale nationale dans la dette du pays



Sources : Sites des banques centrales nationales, FMI, Nations unies et Eurostat pour les pays de la zone euro (via DBnomics).

GB Taux de détention par les non-résidents



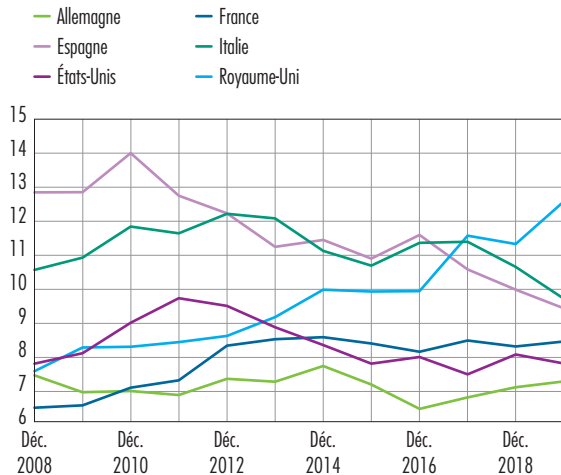
Note : Taux de détention par les non-résidents avec détention (trait plein) et sans détention (pointillés) des banques centrales.

Sources : Site des banques centrales nationales, Nations unies et Eurostat pour les pays de la zone euro (via DBnomics).



G11 Dispersion des engagements par pays

(en %, indice de Herfindahl à fin 2019)

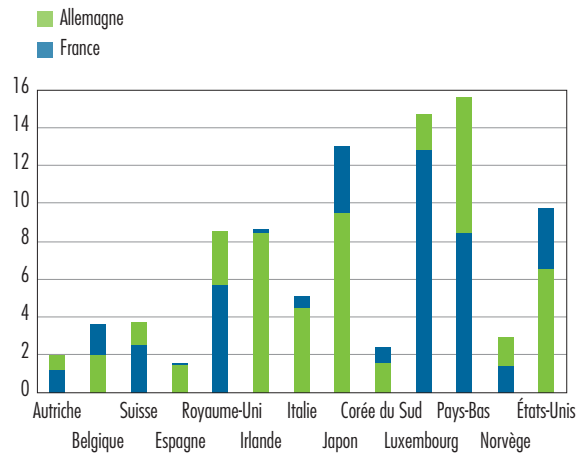


Source : FMI (CPIS), hors détention sous forme d'avois de réserve.

mais est cependant inférieure à celle de l'Allemagne (cf. graphique 11)¹. Le relatif accroissement de la concentration observé entre 2011 et 2013 s'explique par la progression du poids des investissements allemands et surtout japonais. Sur la période récente, la stabilité globale s'accompagne d'une tendance à la hausse des investissements en provenance des États-Unis. On remarque la tendance à la concentration des investissements dans la dette du Royaume-Uni, qui est due à l'accroissement de la part des détenteurs originaires d'Irlande.

G12 Répartition des engagements de la France et de l'Allemagne par pays investisseurs à fin 2019

(en %)



Source : FMI – CPIS (hors détention sous forme d'avois de réserve).

Si on la compare à celle de l'Allemagne, la structure de la détention de la dette française par pays investisseur (hors avois de réserve) se caractérise par la plus grande importance des placements en provenance des États-Unis et surtout du Japon. En revanche, les investisseurs originaires du Royaume-Uni et de la Norvège comptent davantage parmi les détenteurs de la dette allemande. En outre, au sein de la zone euro, la dette française est sensiblement moins détenue que la dette allemande par les investisseurs des Pays-Bas ou du Luxembourg.

¹ L'indice Herfindahl normalisé est défini par la formule $HI = (H - \frac{1}{n}) / (1 - \frac{1}{n})$ avec $H = \sum_{i=1}^n s_i^2$, où n est le nombre d'entreprises sur le marché. Si l'indice HI tend vers $1/n$ le marché est à tendance concurrentielle et à l'inverse si l'indice HI tend vers 1, le marché est alors à tendance monopolistique. L'indice est calculé à partir des ventilations géographiques du CPIS (en excluant les avois de réserve, pour lesquels on ne dispose de ces ventilations que pour l'ensemble des pays détenteurs).



Annexe

Sources utilisées

Pour les données **sur les engagements et sur les détentions des pays**, on s'est référé aux bases statistiques suivantes, diffusées par le Fonds monétaire international (FMI) :

- CPIS : le *Coordinated Portfolio Investment Survey* est une enquête semestrielle menée par le FMI depuis le début des années 2000. Elle recense les avoirs des pays participants en titres étrangers ventilés par pays de résidence de l'émetteur. Elle est complétée par les données du SEFER (*Securities held as Foreign Exchange Reserves*). Cette autre enquête recense les placements en titres des avoirs de réserve ventilés par pays investi mais les résultats diffusés sont agrégés pour l'ensemble des pays détenteurs de réserve ;
- BOP (*Balance of Payments*) : les statistiques de balance des paiements et de position des pays sur une base trimestrielle.

Toutes les données de ces deux bases sont exprimées en dollars.

Pour le calcul **des taux de détention**, on utilise :

- au numérateur, la base BOP précitée pour les détentions des non-résidents ; et
- au dénominateur, pour les émissions globales des résidents en valeur de marché :
 - pour les pays de la zone euro, la base d'Eurostat sur les comptes financiers trimestriels (données exprimées en euros) ;
 - pour les autres pays, la base de l'ONU sur les comptes financiers trimestriels (données exprimées en monnaie nationale).

Quand on ne dispose que de données annuelles pour le calcul des taux de détention (cas du Japon entre 2008 et 2010), une interpolation est effectuée pour obtenir des points trimestriels.

Pour les **émissions de titres de dette**, on utilise la base mise à disposition par la Banque des règlements internationaux (BRI). Elle présente l'avantage par rapport aux comptes financiers de recenser des encours en valeur nominale, dont la variation n'est pas affectée par l'évolution des valorisations liée à celle des taux d'intérêt. Pour l'Australie, ont été exploitées les informations diffusées par la Reserve Bank of Australia.

Enfin, pour **les détentions des banques centrales en titres domestiques**, on a utilisé les publications de ces institutions.

Ces bases couvrent la période du quatrième trimestre 2008 au quatrième trimestre 2019 sauf celle diffusée par l'ONU qui s'arrête au deuxième trimestre 2019 pour certains grands pays hors zone euro. Les séries de taux de détention utilisées ici s'interrompent donc à la mi-2019.

La quasi-totalité des séries statistiques utilisées dans le présent article est obtenue sur le site d'agrégation des données <https://db.nomics.world/>

Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Nelly Noulin

Directeur de la publication

Gilles Vaysses

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Dominique Rougès

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

