

3. Marché des titres de dette

Les fonds collectés sur le marché des titres ont diminué au troisième trimestre 2003, en raison de la chute des emprunts nets des signatures de la zone euro ;

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2001	2002	2002		2003			Encours à fin sept. 2003
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 346,6	1 009,6	179,4	182,2	355,3	347,4	298,6	10 710,7
Instruments du marché monétaire ¹	-78,9	2,3	11,8	-10,0	55,4	3,7	-33,2	492,7
<i>Papier commercial</i>	26,9	23,7	19,3	-3,0	46,8	13,3	-25,5	347,2
Obligations ¹	1 425,4	1 007,3	167,6	192,2	300,0	343,7	331,8	10 217,9
<i>Taux variable</i>	390,8	198,9	25,3	39,6	-41,6	-28,0	-14,1	2 230,0
<i>Taux fixe</i>	995,5	798,2	145,2	155,2	341,2	371,2	341,9	7 657,4
<i>Titres liés aux actions</i>	39,1	10,2	-2,9	-2,6	0,3	0,5	4,0	330,5
Économies développées	1 259,6	946,2	164,5	171,8	330,9	315,7	277,1	9 500,4
<i>États-Unis</i>	595,6	329,2	33,9	48,8	54,7	29,2	88,1	2 935,4
<i>Zone euro</i>	546,5	480,2	93,4	100,3	212,5	208,3	125,1	4 468,5
<i>Japon</i>	-11,5	-22,4	-5,3	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	254,9
Places franches	28,1	8,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	0,4	121,2
Économies en développement	42,6	34,2	6,9	8,7	13,0	12,0	19,4	601,1
Établissements financiers	1 039,4	835,5	151,7	168,7	273,8	247,2	255,6	7 769,0
<i>Secteur privé</i>	954,8	699,0	114,0	132,1	225,6	199,1	212,0	6 587,1
<i>Secteur public</i>	84,6	136,5	37,8	36,6	48,2	48,1	43,7	1 181,9
Entreprises	208,3	54,0	-0,1	2,1	15,9	32,0	19,0	1 394,8
<i>Secteur privé</i>	170,0	53,3	-1,6	-3,8	10,6	30,3	18,9	1 156,0
<i>Secteur public</i>	38,3	0,7	1,5	5,9	5,2	1,7	0,1	238,7
États	82,6	99,2	18,6	14,5	56,5	52,9	22,3	1 058,9
Organisations internationales	16,3	20,9	9,1	-3,0	9,1	15,4	1,7	488,0
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique²</i>	-128,8	-104,4	8,7	23,4	11,9	-29,8	-38,3	1 835,1
<i>dont : aux États-Unis</i>	-144,7	-91,4	0,2	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	1 290,2

¹ Sauf émissions à moyen terme des non-résidents sur les marchés domestiques. ² Troisième trimestre 2003 : chiffres en partie estimés.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; autorités nationales ; BRI.

Tableau 3.1

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2002		2003		
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	2 305,3	2 100,6	434,9	490,4	757,9	755,9	681,0
Long terme	1 348,8	1 165,2	210,1	266,2	435,3	424,7	370,9
Moyen terme	956,5	935,5	224,8	224,3	322,6	331,2	310,1
Taux variable	642,9	603,2	144,1	157,0	123,3	126,6	132,3
Taux fixe	1 590,2	1 454,7	285,9	325,2	616,6	612,7	522,6
Titres liés aux actions ¹	72,2	42,8	5,0	8,2	18,0	16,6	26,1
Dollar EU	1 131,3	985,9	200,4	218,9	332,1	281,4	285,9
Euro	841,4	806,7	163,9	184,9	330,7	370,2	289,4
Yen	125,2	88,3	21,6	24,5	23,3	26,0	25,3
Autres monnaies	207,4	219,7	49,0	62,2	71,8	78,4	80,4
Établissements financiers	1 710,9	1 633,2	352,7	401,3	583,0	570,2	562,4
<i>Secteur privé</i>	1 471,6	1 361,3	291,6	320,7	488,5	467,0	473,1
<i>Secteur public</i>	239,3	271,9	61,1	80,6	94,5	103,2	89,3
Entreprises	348,4	210,2	34,0	40,2	54,7	77,7	64,4
<i>dont télécoms</i>	135,6	45,9	7,8	10,1	23,5	6,6	7,0
<i>Secteur privé</i>	285,7	186,2	28,4	30,7	39,6	70,6	53,2
<i>Secteur public</i>	62,7	24,1	5,6	9,5	15,1	7,1	11,2
États	171,2	172,9	28,3	31,1	81,6	79,4	38,9
Organisations internationales	74,8	84,3	20,0	17,9	38,7	28,6	15,3
Émissions effectives	2 305,1	2 100,2	441,6	495,6	716,9	727,1	678,8
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	879,7	1 093,0	274,0	303,4	416,9	383,5	347,0

¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.2

il apparaît que l'instabilité des conditions de marché a joué un rôle important à cet égard. Les émissions ont été particulièrement ternes en août, où la volatilité des taux d'intérêt s'est accrue. Cet accès de faiblesse n'a toutefois pas duré, les montants obtenus en septembre n'ayant été dépassés précédemment qu'une seule fois sur un mois. Néanmoins, par suite du ralentissement antérieur, les montages se sont globalement contractés de 14 % en termes nets pour le trimestre, à \$299 milliards (tableau 3.1), et de 10 %, à \$681 milliards, en chiffres bruts (tableau 3.2).

La baisse d'activité des débiteurs de la zone euro a été en partie compensée par l'augmentation des emprunts d'autres origines. Ainsi, les économies émergentes ont accru leurs émissions nettes, dans un contexte marqué par une série de rehaussements de notation. En juillet, Standard & Poor's a relevé la note de la Turquie et du Venezuela, qui ont eu massivement recours ensuite au marché des titres ; en octobre, de nombreuses autres économies émergentes ont également bénéficié d'une meilleure notation. Moody's a reclassé l'État russe au rang de signature de

qualité, fait remarquable pour un emprunteur dont le défaut est encore tout récent (1998).

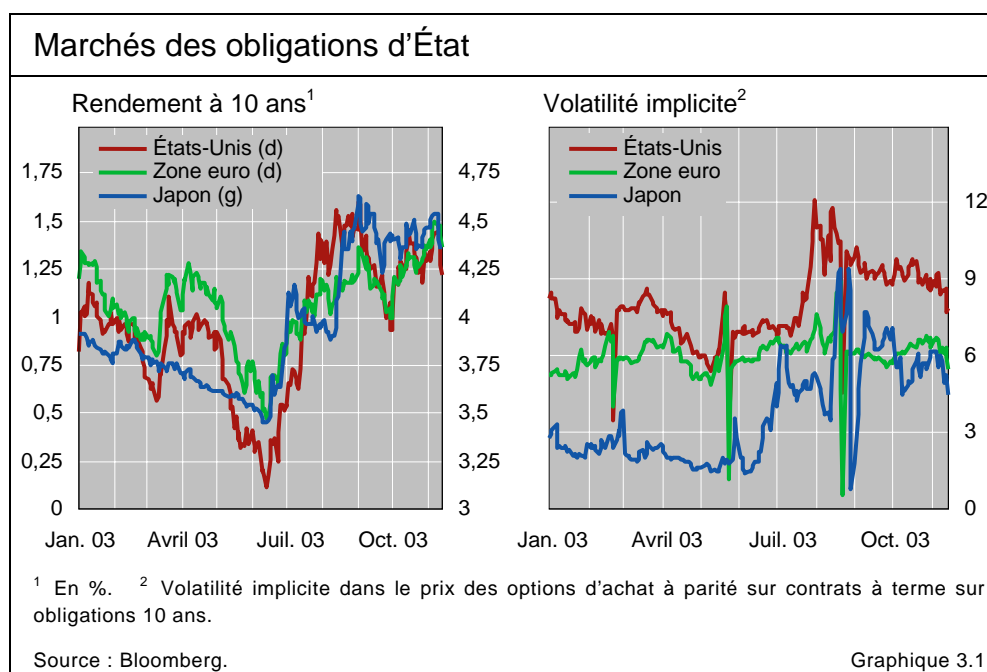
Aux États-Unis, les établissements financiers se sont aussi montrés plus dynamiques en présence d'une forte amélioration de la croissance, ce qui a permis de porter les émissions nettes en dollars EU à \$138 milliards, ce compartiment égalant ainsi pratiquement, pour la première fois depuis deux ans, celui de l'euro.

Le repli du marché obligataire mondial pèse sur la collecte de fonds

Examiné en détail dans le précédent *Rapport trimestriel*, le repli de l'obligataire amorcé mi-juin, le plus important depuis 1994, a influé sur les programmes d'émissions. Les rendements longs des obligations d'État ont alors fortement augmenté pendant dix semaines (graphique 3.1). Toutefois, l'incidence sur les décisions de financement s'est trouvée atténuée par le fait que les écarts de rendement sont restés relativement stables et que, au départ, les taux touchaient ou avoisinaient leurs plus bas historiques. Dans un premier temps, leur volatilité, mesurée par la volatilité anticipée implicite dans les options sur contrats à terme sur obligation d'État, n'a guère varié dans la zone euro et aux États-Unis ; c'est vers fin juillet qu'elle s'est accentuée. L'ascension a été spectaculaire aux États-Unis, la volatilité restant élevée tout le mois d'août même si, dans les derniers jours, elle avait bien diminué par rapport au sommet de fin juillet. Dans la zone euro, en revanche, elle est redevenue plus normale mi-août. Dans ces circonstances, les annonces sur l'obligataire international ont chuté sur le mois, revenant à \$69 milliards seulement (graphique 3.2). Bien qu'habituellement ternes en août, elles ont été nettement en deçà de ce que l'évolution saisonnière aurait laissé présager.

La hausse de la volatilité des taux en août...

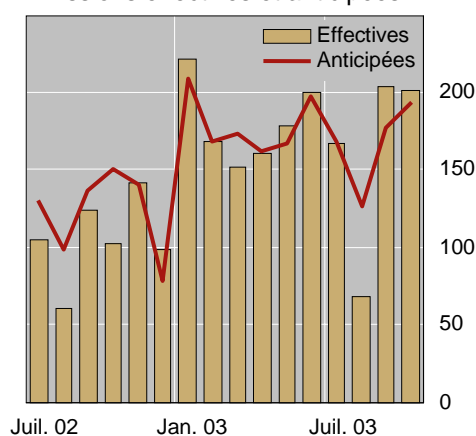
...coïncide avec une chute des émissions



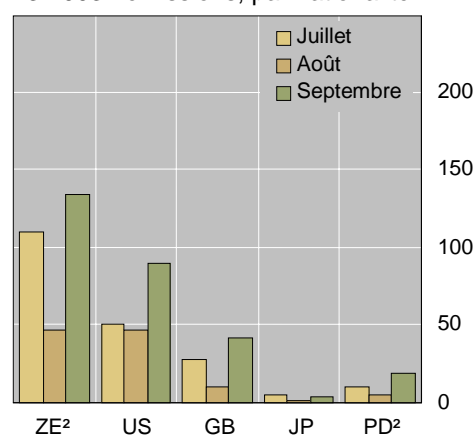
Émissions internationales à moyen et long terme : annonces

En milliards de dollars EU

Émissions effectives et anticipées¹



T3 2003 : émissions, par nationalité



¹ Prévisions calculées d'après un modèle de saisonnalité. Hypothèse de départ : le logarithme naturel des émissions brutes désaisonnalisées suit une trajectoire aléatoire à court terme. Y compris obligations émises dans le cadre de programmes EBMTN. ² ZE = zone euro ; PD = pays en développement.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.2

La baisse des émissions s'est néanmoins avérée passagère. Le total des annonces a vivement rebondi en septembre et octobre, tandis que, sur le marché des obligations d'État américaines et de la zone euro, la volatilité des taux a diminué. En données corrigées des variations saisonnières, lesancements ont d'ailleurs été plus élevés en septembre qu'en mai, juste avant le début des dernières turbulences sur l'obligataire. L'engouement de septembre-octobre a sans doute été dû en partie aux opérations initialement prévues pour août puis reportées jusqu'à la normalisation de la volatilité.

L'atonie a été générale en août. Par rapport à juillet, les emprunteurs de la zone euro ont réduit leurs annonces de 57 %, les Britanniques de 64 % et les Japonais de 78 %. Les résidents américains ont marqué le pas, eux aussi (-7 %) ; cette baisse relativement faible pourrait toutefois sous-estimer l'incidence du repli du marché mondial sur la collecte de fonds aux États-Unis. Les annonces de la clientèle américaine ont quasiment doublé entre juillet et septembre, ce qui donne à penser que la vigueur de la croissance économique y a stimulé la demande des entreprises au troisième trimestre. Comparé à septembre, août a été maussade aux États-Unis.

Une autre grande tendance de l'obligataire a été l'augmentation du niveau des émissions brutes en septembre. Outre le surcroît d'activité des émetteurs américains, leurs homologues de la zone euro, du Royaume-Uni et du Japon ont été également plus dynamiques. Aux États-Unis, la vigueur relative des emprunts, due essentiellement aux établissements financiers dont les opérations ont plus que triplé (à \$75 milliards), a fait aussi tripler le total net (à \$88 milliards) d'un trimestre sur l'autre. S'agissant des résidents de la zone euro, toutefois, l'expansion de septembre n'a pas suffi à contrebalancer le ralentissement antérieur, de sorte que leurs émissions nettes se sont

Les émissions repartent en septembre

Le regain d'activité est généralisé

contractées, revenant de \$208 milliards au deuxième trimestre à \$125 milliards. En pourcentage, c'est la clientèle allemande qui a enregistré la plus forte baisse, soit 60 % en termes nets. Les emprunteurs néerlandais et français ont également réduit leurs montages, de respectivement 55 % et 38 %.

L'intensification des emprunts aux États-Unis favorise le compartiment du dollar

Le fait que les émissions aient eu davantage pour cadre les États-Unis plutôt que la zone euro a été associé à une profonde modification de la composition par monnaie des emprunts nets : les opérations en euros ont ainsi diminué de 40 % d'un trimestre sur l'autre et celles en dollars EU se sont accrues de 82 % (tableau 3.3). Au troisième trimestre, les deux monnaies représentaient chacune environ \$140 milliards de fonds mobilisés. C'était la première fois depuis le même trimestre de 2001 que les émissions nettes en dollars rivalisaient avec le compartiment en euros, et ce malgré une diminution prononcée, en août, de 39 % par rapport à juillet des emprunts en dollars des résidents non américains.

La hausse des émissions nettes en dollars a sans doute été due pour beaucoup aux établissements financiers américains, comme cela est mentionné plus haut ; toutefois, les variations de change peuvent aussi avoir

Les émissions en dollars rivalisent avec celles en euros

Titres internationaux : émissions nettes, par région et monnaie¹

En milliards de dollars EU

		2001	2002	2002		2003		
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Amérique du Nord	Dollar EU	522,0	297,0	35,0	48,2	38,0	25,9	71,5
	Euro	63,9	39,4	7,2	0,4	15,7	6,5	14,9
	Yen	18,8	-7,4	-1,5	-2,5	0,0	-1,8	-1,6
	Autres monnaies	10,4	12,1	-1,8	4,5	1,8	7,6	6,1
Europe	Dollar EU	46,7	68,5	4,2	16,6	39,7	30,7	43,1
	Euro	522,4	464,0	101,5	92,8	204,3	212,3	116,0
	Yen	-2,2	-26,2	-6,5	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5
	Autres monnaies	70,5	86,1	26,7	13,9	28,8	27,2	18,4
Autres régions	Dollar EU	82,4	53,7	6,2	8,1	19,5	19,3	23,5
	Euro	10,7	18,4	5,4	-0,1	6,5	13,2	8,5
	Yen	0,1	-10,1	-0,5	-3,7	-1,6	1,9	-1,8
	Autres monnaies	0,8	14,1	3,4	6,9	7,0	8,0	3,6
Total	Dollar EU	651,2	419,2	45,4	72,8	97,3	75,9	138,1
	Euro	597,1	521,9	114,2	93,1	226,5	232,0	139,4
	Yen	16,6	-43,7	-8,4	-8,9	-6,1	-3,2	-6,9
	Autres monnaies	81,7	112,3	28,3	25,2	37,6	42,7	28,0

¹ Selon le pays d'origine de l'émetteur.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.3

joué un rôle, notamment la forte dépréciation du dollar depuis octobre 2000, surtout vis-à-vis de l'euro. La faiblesse continue de la monnaie américaine pourrait inciter les émetteurs dont ce n'est pas la monnaie à opter pour des titres ainsi libellés. En outre, entre octobre 2000 et octobre 2003, le rendement de l'obligation du Trésor EU 10 ans a cédé quelque 140 points de base, réduisant encore les coûts liés aux montages en dollars. Depuis début 2003, soit un peu plus de deux ans après le sommet atteint par le dollar vis-à-vis de l'euro, les emprunteurs non américains ont eu davantage tendance à lancer des titres en dollars, même si une forte contraction a eu lieu en août. Ces émissions sont réparties à la hausse en septembre, malgré la chute des achats de titres du Trésor EU et d'agences fédérales par les investisseurs étrangers (encadré ci-après). Les opérations nettes en dollars des résidents de l'UE ont culminé à \$43 milliards ce trimestre ; hors UE, la collecte des émetteurs autres qu'américains et canadiens s'est chiffrée à \$24 milliards en termes nets, dont \$8 milliards par ceux d'Australie, dans le cadre de nombreuses transactions de faible ou moyenne importance.

Le regain d'intérêt de la clientèle non américaine pour les émissions en dollars a contribué à propulser à un sommet, au troisième trimestre, les lancements bruts d'obligations yankee. Selon les statistiques de Dealogic, ceux-ci ont atteint \$12 milliards, en hausse de 24 % sur le récent record du deuxième trimestre. La vive progression des émissions de cette nature par les résidents de l'UE, d'Afrique du Sud et du Brésil a largement compensé la contraction observée au Canada.

Les rehaussements de notation confortent les emprunts des économies en développement

La clientèle des économies en développement a fortement accru ses emprunts (62 % en termes nets d'un trimestre sur l'autre), les portant à \$19,4 milliards, montant le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2001. Ce regain d'activité s'est inscrit dans le contexte de l'apparition de flux nets négatifs vers les fonds de placement américains spécialisés dans la dette des économies émergentes (graphique 3.3). Parallèlement, ce surcroît d'opérations a été très concentré, les résidents russes et taïwanais étant responsables, à eux seuls, d'une hausse de \$5,9 milliards des émissions nettes.

Sous l'effet du repli mondial de l'obligataire, la collecte de fonds des économies en développement a momentanément marqué le pas, à l'instar du monde industrialisé. Leurs annonces sur le marché international ont chuté en août mais sont remontées en septembre ; ce mois a d'ailleurs rassemblé la plupart des très grosses émissions du troisième trimestre, dont une transaction de €1 milliard d'obligations à 7 ans de la République de Hongrie.

Acquisitions d'obligations américaines et d'obligations en dollars EU

Robert N. McCauley

Quand le Trésor EU a annoncé, mi-novembre, que les achats internationaux d'obligations américaines avaient chuté en septembre, le dollar s'est orienté à la baisse. En termes nets des paiements de principal (estimations) sur les titres adossés à des actifs (TAA), les acquisitions non officielles nettes pourraient être tombées à zéro. Un accroissement du déficit courant des États-Unis et une faible demande ex ante d'obligations américaines étaient censés jouer dans le sens d'un recul du dollar (à moins d'un sursaut de la demande d'actions américaines).

Cet encadré fait une distinction entre les achats internationaux d'obligations américaines et ceux d'obligations en dollars. Les premiers peuvent prendre la forme d'acquisitions transfrontières de titres du Trésor, d'agences gouvernementales ou d'entreprises des États-Unis et sont en principe recensés par le système de déclaration du Trésor (Treasury International Capital : TIC). Les seconds peuvent concerner les obligations en dollars émises sur le marché de l'eurodollar par les non-résidents américains et échapper ainsi au système TIC.

Non-résidents américains : achats d'obligations américaines et émissions en dollars EU

	Achats d'obligations américaines								Émissions d'obligations internationales à moyen et long terme en dollars EU			
	Trésor		Agences gouvernementales		Entreprises		Total					
									Montant total		Hors obligations yankee	
2003	Total	Officiels	Total	Officiels	Total	Officiels	Total	Officiels	Brutes	Nettes	Brutes	Nettes
Mai	41,1	15,2	32,0	2,5	27,4	0,1	100,5	17,8	50,1	21,1	40,8	22,6
Hors TAA ¹	41,1	15,2	26,0	...	24,9	...	92,0	...	...	...	...	...
Juin	44,0	16,5	7,0	-2,6	22,8	0,7	73,8	14,6	55,3	26,4	47,7	19,5
Hors TAA ¹	44,0	16,5	1,3	...	20,3	...	65,3	...	...	...	...	...
Juillet	44,7	12,3	11,8	-0,1	26,4	0,4	82,9	12,6	48,8	28,6	44,6	27,6
Hors TAA ¹	44,7	12,3	5,4	...	23,8	...	73,9	...	...	...	...	...
Août	25,1	-1,0	8,9	0,4	16,9	0,4	50,9	-0,2	27,8	17,4	27,4	17,5
Hors TAA ¹	25,1	-1,0	1,9	...	14,6	...	41,6	...	...	...	...	...
Septembre	5,6	8,1	-3,2	3,0	19,8	0,5	22,2	11,6	52,1	23,6	49,4	23,2
Hors TAA ¹	5,6	8,1	-8,6	...	14,6	...	11,6	...	...	...	...	...

¹ À l'exclusion des remboursements (estimations) de titres adossés à des actifs.

Sources : Banque de Réserve fédérale de New York ; Trésor EU ; BRI.

D'ordinaire, les achats internationaux d'obligations américaines constituent un bon indicateur de la demande de titres en dollars émanant des gestionnaires d'actifs. En fait, la grande majorité des obligations vendues par des émetteurs américains sont libellées en dollars, mais les portefeuilles obligataires en dollars des non-résidents sont, pour la plupart, composés de titres américains. Ainsi, début 2000, les avoirs officiels d'obligations en dollars EU détenus hors des États-Unis étaient placés, pour les trois quarts environ, en titres américains[®].

Toutefois, comme l'indique cette partie, septembre n'a pas été un mois ordinaire. À cause du tassement des marchés obligataires, les émissions internationales en dollars se sont contractées en août, pour mieux repartir le mois suivant. Cette pause s'explique par le fait que les responsables

[®] Les estimations correspondent aux montants identifiés d'obligations du Trésor, d'agences gouvernementales et d'entreprises, divisés par la somme de ces avoirs et des encours non identifiés en dollars, considérés comme des obligations en dollars émises par des non-résidents américains. R. McCauley et B. Fung, « Choix des instruments dans la gestion des réserves de change en dollars », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2003, tableau 1.

financiers espéraient une inversion du repli ainsi que par la décote offerte, en raison de la volatilité des marchés, par les intermédiaires. Puis les emprunteurs ont misé sur une reprise en septembre, de sorte que les émissions (et donc les achats par l'étranger d'obligations internationales en dollars) ont été dynamiques. Ce constat ne corrobore pas ce qui ressort des données du Trésor EU, à savoir la désaffection des non-résidents ce mois-là pour de tels titres. Si les achats d'obligations en dollars émises par les non-résidents américains ne financent pas directement le déficit courant des États-Unis, ils indiquent néanmoins que les gestionnaires de portefeuilles ont continué de se porter sur les titres en dollars durant cette période.

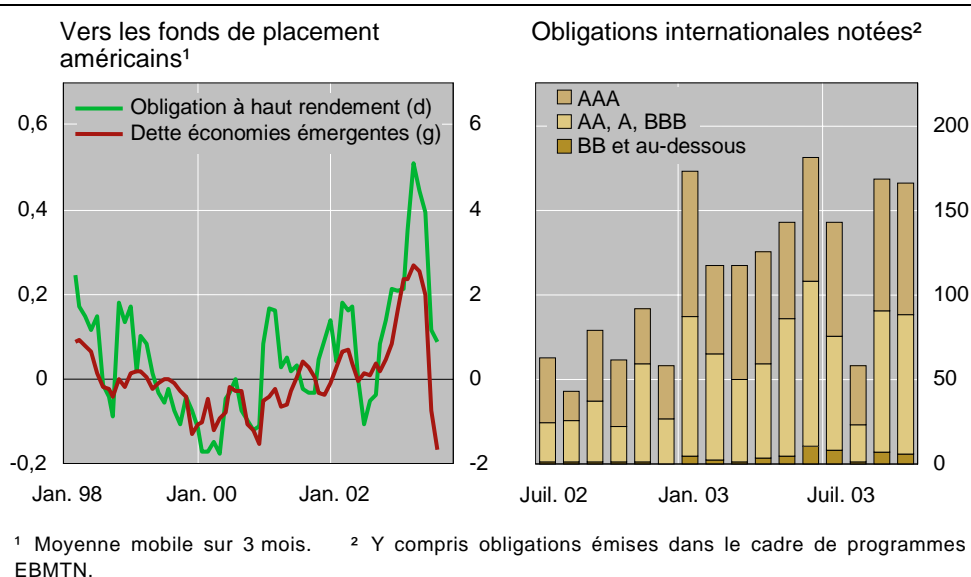
Au sein des économies émergentes, ce sont les gouvernements turc et vénézuélien qui ont lancé les opérations les plus importantes du trimestre. Fin juillet, après le rehaussement d'un cran de leur notation par Standard & Poor's, à B et B- respectivement, ils ont eu massivement recours au marché international des titres. Le 24 septembre, la République de Turquie a mobilisé \$1,25 milliard en obligations 10 ans à taux fixe portant un coupon de 9,5 %. Le 7 août, la République Bolivarienne du Venezuela a lancé une obligation à 7 ans d'une valeur nominale de \$1,5 milliard assortie d'un coupon de 5,375 %, dont le produit a servi à rembourser les obligations Brady. Ces émissions ont permis dans les deux cas de dégager un montant net positif pour ce trimestre (respectivement \$0,4 milliard et \$1,6 milliard), ce qui n'était pas arrivé au Venezuela depuis le quatrième trimestre 2001.

La Turquie et le Venezuela recourent massivement à l'emprunt

La période a aussi été marquée par d'autres rehaussements de notation importants. En octobre, Standard & Poor's a relevé la note de la dette en devises de la Malaisie à A-, celle de la Thaïlande à BBB et celle de

Principaux flux de financement

En milliards de dollars EU



Sources : Bloomberg ; Investment Company Institute ; Dealogic ; BRI.

Graphique 3.3

La Russie accède
au statut de
signature de
bonne qualité

l'Indonésie à B. Moody's a remonté de deux crans la notation externe de Hong-Kong RASS (à A1) et celle de la Russie (à Baa3) ; c'est la première fois que la dette souveraine russe obtient une note de bonne qualité. Peu après, Sberbank, caisse d'épargne publique russe, a collecté \$1 milliard grâce à une émission à taux variable 3 ans assortie d'une marge de 196 points de base par rapport au Libor.

La République populaire de Chine a, elle aussi, bénéficié d'un rehaussement de sa note en octobre, après le retour d'une forte croissance économique, et a sollicité, sans attendre, le marché international. En recul au deuxième trimestre, lorsque le virus du SRAS s'est déclaré et que des incertitudes liées à la guerre en Irak sont apparues, le volume de la production de la Chine s'est accru de 9 % (en glissement annuel) au suivant. Mi-octobre, Moody's a relevé la note de l'État chinois (de A3 à A2). Le 29 octobre, la République populaire de Chine a lancé une opération de \$1,5 milliard d'obligations en dollars et en euros sur le marché international, la première de ce type depuis mai 2001. L'élément libellé en dollars EU, une obligation à 10 ans, comportait une marge de seulement 53 points de base par rapport au titre du Trésor EU d'échéance comparable, niveau équivalent à celui de la dette des agences fédérales.

La clientèle latino-
américaine est
moins dynamique

En présence d'une croissance atone, les émissions nettes des résidents des pays en développement d'Amérique latine ont légèrement diminué d'un trimestre sur l'autre, revenant de \$5,3 milliards à \$4,1 milliards. En termes nets, la hausse des emprunts au Venezuela a été largement annulée par la contraction enregistrée au Brésil et au Mexique. Les résidents ont réduit leurs opérations en chiffres nets de \$5,1 milliards à \$3,6 milliards au Brésil, dont la prime sur la dette souveraine s'est accrue de quelque 200 points de base entre mi-juin et début août, puis resserrée sous l'effet d'anticipations d'un éventuel rehaussement de notation. Le 22 octobre, devant ces conditions favorables, la République fédérative du Brésil a majoré de 50 % (à \$1,5 milliard) une émission prévue d'obligations 7 ans en dollars EU avec un rendement à échéance de 9,68 %.

Le Mexique a enregistré une contraction bien plus prononcée au troisième trimestre : les émissions nettes des résidents sont tombées de \$3 milliards à -\$0,7 milliard. Le fait que le rebond économique dont bénéficiaient alors les États-Unis n'a pas gagné le Mexique a pu jouer un rôle à cet égard.

Le Mexique lance
une obligation
20 ans à taux
fixe en pesos

Il convient de noter que le gouvernement mexicain a commencé à privilégier le marché intérieur. Ainsi, fin octobre, le ministère des Finances a lancé sa première adjudication d'obligations 20 ans à taux fixe en pesos, du jamais vu dans l'histoire de ce pays. Après l'adjudication, le gouvernement a indiqué son intention de réduire de \$500 millions son endettement extérieur l'an prochain, en continuant à accroître la part de la dette intérieure dans son portefeuille. Cette annonce a contribué à faire tomber à des creux historiques les écarts de rendement des obligations souveraines en dollars EU.

Les signatures de moindre qualité diffèrent leurs programmes en raison de la volatilité

Les récentes turbulences sur l'obligataire ont été associées, en outre, à une baisse des émissions de moindre qualité. Les annonces d'obligations moins bien notées sont revenues à \$0,8 milliard en août, montant le plus faible depuis décembre 2002 et en repli de \$7 milliards par rapport à juillet. Dans une certaine mesure, cette contraction s'explique par la diminution des appels au marché, déjà mentionnée, des résidents des pays en développement, qui avaient lancé \$2,5 milliards d'obligations à haut rendement en juillet mais se sont abstenus en août.

Après leur contraction en août...

Les émissions à haut rendement sont reparties en septembre, conformément à la tendance générale. À \$7,2 milliards (76 % revenant aux pays en développement), elles ont quasiment égalé leur niveau de juillet. Sur l'ensemble du trimestre, la collecte de fonds s'est chiffrée à \$15,6 milliards de titres de moindre qualité, en léger repli par rapport aux \$18,7 milliards des trois mois précédents. Au sein des pays développés, Vivendi Universal a lancé au cours du trimestre trois émissions à 5 ans, une en dollars EU et deux en euros, qui ont compté parmi les plus grosses opérations (\$975 millions, €605 millions et €500 millions), de sorte que ce groupe a été de loin le premier émetteur d'obligations à haut rendement du monde développé sur cette période.

...les émissions à haut rendement repartent en septembre...

Les émissions d'obligations de bonne qualité ont redémarré, elles aussi. Après un repli de 58 % (à \$57,2 milliards) entre juillet et août, les annonces sont remontées à quelque \$160 milliards en septembre et octobre, en hausse de 19 % par rapport à juillet. Elles comportaient deux lancements d'obligations à taux fixe en dollars EU de Ford Motor Credit, les premières de cette nature du groupe depuis plus d'un an : \$1 milliard à 5 ans et \$2 milliards à 10 ans.

...de même que celles de bonne qualité

Le déclassement de DaimlerChrysler et l'instabilité du marché secondaire qui en est résultée pour la dette de l'industrie automobile ne semblent pas avoir eu d'incidence significative sur la capacité du constructeur à collecter des fonds sur le marché international. Le 21 octobre, Standard & Poor's a ramené sa note à long terme de BBB+ à BBB, en l'assortissant de perspectives négatives. Comme l'indique la Vue d'ensemble, le marché secondaire a ensuite connu une période où les écarts de rendement ont grimpé de manière spectaculaire pour les obligations des constructeurs automobiles et leurs filiales de financement. Le 6 novembre, DaimlerChrysler a cependant sollicité le marché pour un montant de \$2 milliards, avec une obligation 10 ans à taux fixe en dollars EU assortie d'une prime de 215 points de base par rapport au titre du Trésor EU d'échéance comparable.

DaimlerChrysler indifférent face à son déclassement

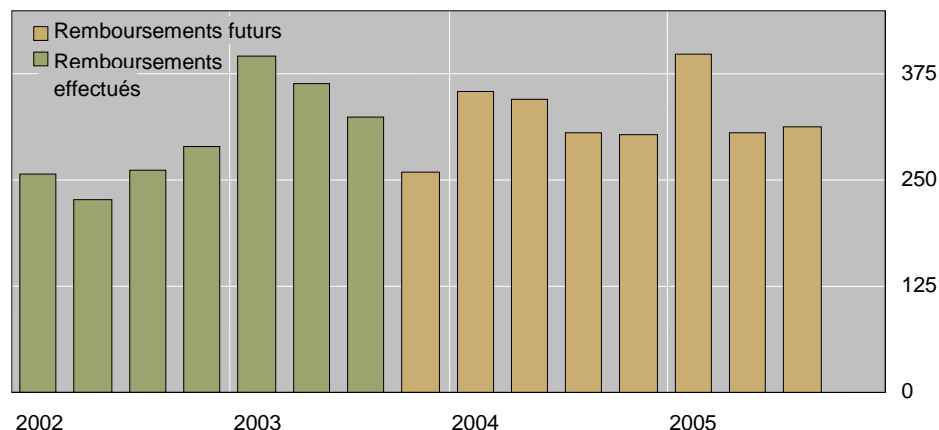
Intensification des remboursements début 2004

La diminution des remboursements prévus sur le marché des titres au troisième trimestre 2003 s'est accompagnée d'une contraction des émissions brutes. Après une hausse de plusieurs trimestres, ces remboursements avaient

Les remboursements prévus diminuent...

Obligations internationales à moyen et long terme : remboursements prévus

En milliards de dollars EU



Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.4

atteint un sommet (\$396 milliards) les trois premiers mois de 2003 (graphique 3.4) et enregistré ensuite deux trimestres de baisse, dont une chute à \$324 milliards au troisième, associée à un repli de 10 % des montages bruts d'obligations internationales à moyen et long terme (à \$681 milliards).

Les remboursements prévus devraient encore diminuer au quatrième trimestre, avant de remonter l'an prochain et d'atteindre un sommet début 2005. Les trois premiers mois de 2004, ils devraient s'élever à \$354 milliards, les obligations à moyen et long terme émises en 2001-02 et arrivant alors à échéance comptant pour moitié environ. Puis ils devraient continuer à progresser au premier trimestre 2005, quasiment jusqu'au niveau de deux ans auparavant. Durant la période précédente, la hausse des remboursements était financée par un report des émissions à taux variable vers les titres classiques à taux fixe, et ce dans un contexte de diminution des rendements d'État et des marges de crédit. Début 2004, en revanche, il est peu probable que les conditions de refinancement soient aussi intéressantes, à moins d'une baisse des taux d'intérêt.

Après être restées plutôt étales au deuxième trimestre (à \$16,5 milliards), les émissions brutes d'obligations convertibles ont fait un bond de près de 60 %, à \$26,1 milliards. Ce chiffre inclut une opération de €5 milliards annoncée par la Kreditanstalt für Wiederaufbau début juillet, la plus importante jamais enregistrée. L'obligation émise présente une caractéristique unique, en ce sens qu'elle peut être convertie en actions de Deutsche Telekom AG. Cette émission a fait l'objet, bien sûr, d'une forte demande, son montant représentant une majoration de 11 % par rapport aux €4,5 milliards prévus initialement.

...mais devraient s'intensifier l'an prochain

