

3. Marché des titres de dette

Les titres de dette ont terminé, en hausse, une année exceptionnelle. Les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme se sont établies à \$826 milliards au **quatrième trimestre**, et le total pour 2004, en expansion de 14,5 % par rapport à 2003, a été porté à \$3 300 milliards (tableau 3.1), un record en proportion du PIB mondial. Les emprunteurs ont été bien accueillis en fin d'année, surtout les grandes économies développées, et en particulier la zone euro. Les titres à haut rendement ont continué d'être recherchés et les signatures émergentes ont obtenu un volume annuel sans précédent, leurs primes se contractant à des creux historiques. En termes nets, les emprunts de la zone euro et des États-Unis ont progressé de près de \$80 milliards et \$19 milliards, respectivement, au quatrième trimestre, mais ont diminué au Japon (tableau 3.2).

Brusque retournement des émissions dans la zone euro

Envolée des
émissions dans
la zone euro...

Malgré la faiblesse persistante de l'économie de la zone euro, les émissions des signatures locales ont fortement augmenté au quatrième trimestre. Le total brut (titres à moyen et long terme et titres du marché monétaire) est passé de \$543 milliards à \$614 milliards, et le total net de \$138 milliards à \$218 milliards. À l'exception de l'Allemagne, toutes les grandes économies de la zone euro ont enregistré une vive hausse des émissions nettes. Cette progression en dollars EU (tableaux 3.1 et 3.2) reflète surtout un bond de la collecte en euros, et non des effets de change dus à la dépréciation du dollar : les émissions brutes en euros des résidents de la zone se sont élevées à €326 milliards, soit une hausse de 13,4 % par rapport au trimestre précédent.

...notamment
en faveur des
entreprises

Dans la zone euro, les établissements financiers continuent de s'adjuger l'essentiel des fonds levés, mais les entreprises non financières ont connu la hausse la plus forte, ayant quintuplé leur collecte. En revanche, les emprunts souverains sont restés faibles, comme au troisième trimestre, mais ce phénomène est dans l'ensemble conforme à l'évolution saisonnière.

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2003	2004	2003	2004			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	2 885,5	3 303,4	711,8	982,8	768,8	725,7	826,1
Long terme	1 611,1	1 790,4	404,5	570,1	402,5	377,8	440,0
Moyen terme	1 274,4	1 513,0	307,3	412,7	366,4	347,9	386,0
Taux variable	962,7	1 258,8	257,6	337,4	306,4	285,2	329,7
Taux fixe	1 834,7	1 987,3	427,6	628,0	444,1	430,0	485,2
Titres sur actions ¹	88,1	57,3	26,6	17,4	18,3	10,5	11,2
Dollar EU	1 171,8	1 154,5	268,1	357,2	257,3	255,5	284,5
Euro	1 288,1	1 598,0	316,9	478,5	379,0	349,7	390,7
Yen	102,8	111,5	29,0	29,3	33,8	22,4	26,1
Autres monnaies	322,9	439,4	97,7	117,8	98,7	98,0	124,8
Économies développées	2 621,6	3 012,4	656,8	906,8	694,8	655,4	755,5
États-Unis	739,5	772,5	173,6	249,8	167,9	169,6	185,2
Zone euro	1 294,4	1 463,1	327,2	438,7	355,2	305,2	364,0
Japon	48,3	61,9	18,5	20,3	19,8	12,0	9,8
Places franches	31,7	41,6	11,1	7,2	7,0	14,0	13,4
Économies émergentes	139,7	152,1	33,8	45,1	36,7	35,0	35,3
Établissements financiers	2 279,2	2 689,5	593,3	788,1	603,3	606,1	691,9
Secteur privé	1 913,3	2 276,1	506,0	663,4	515,7	501,2	595,9
Secteur public	366,0	413,3	87,3	124,8	87,6	104,9	96,1
Entreprises	271,2	271,4	68,8	61,9	72,3	62,4	74,8
Secteur privé	219,1	231,2	56,6	52,8	60,6	57,0	60,7
Secteur public	52,1	40,2	12,2	9,0	11,7	5,4	14,1
États	242,6	245,4	39,6	109,1	62,9	35,9	37,5
Organisations internationales	92,5	97,2	10,1	23,7	30,3	21,3	21,9
Émissions effectives	2 866,6	3 303,2	734,4	934,1	796,5	708,4	864,2
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	1 478,0	1 740,3	326,3	448,4	453,2	403,0	435,8

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

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

Tableau 3.1

Faible progression nette des emprunts américains

Les emprunts nets de signatures américaines ont continué de progresser, pour atteindre \$59,6 milliards, et sont allés, pour les deux tiers environ, aux établissements financiers (+38 %). Les entreprises ont toutefois connu la plus forte hausse en pourcentage (+82 %), expansion peut-être en partie attribuable à des conditions tarifaires dans l'ensemble bonnes, leurs primes se resserrant sur les marchés américain et européen. Plus marqué pour les titres à haut rendement (voir ci-après), l'amenuisement des primes a aussi bénéficié aux notes A- et BBB, tombées à des niveaux sans précédent depuis 1998.

Progression des émissions nettes américaines au quatrième trimestre...

...mais faiblesse
du total annuel

En 2004, cependant, les émissions nettes (\$230 milliards) sont restées inférieures à leur niveau de 2003 et des années antérieures jusqu'en 1998, constat qui reste vrai en pourcentage du PIB.

Cette faiblesse des émissions nettes sur les trois premiers trimestres 2004 s'explique en partie par la baisse sensible de la demande de Fannie Mae et Freddie Mac. Leurs emprunts nets combinés se sont même contractés au quatrième trimestre, pour la deuxième fois d'affilée, mais moins fortement (-\$548 millions, après -\$7 707 millions). En termes bruts, toutefois, Fannie Mae et Freddie Mac ont continué de compter parmi les plus gros emprunteurs américains au quatrième trimestre, avec General Electric Credit Corporation et Federal Home Loan Banks. Une autre explication possible de cette faiblesse, l'an dernier, résiderait dans un report des établissements financiers des échéances longues vers le papier commercial, dont le marché a redémarré aux États-Unis.

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par catégorie								
En milliards de dollars EU								
	2003	2004	2003	2004				Encours à fin déc. 2004
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 463,9	1 623,9	457,3	520,5	347,7	323,2	432,4	13 928,0
Court terme ¹	75,3	61,0	49,2	34,9	4,4	17,8	4,0	663,8
Papier commercial	83,3	40,4	48,7	8,8	-3,4	25,8	9,1	483,3
Moyen et long terme ¹	1 388,6	1 562,8	408,1	485,6	343,3	305,4	428,4	13 264,3
Taux variable	384,4	644,4	152,3	153,6	163,5	129,8	197,5	3 668,8
Taux fixe	983,3	924,6	240,0	338,8	172,1	178,3	235,3	9 225,0
Titres sur actions	20,9	-6,2	15,7	-6,8	7,7	-2,7	-4,4	370,5
Économies développées	1 357,3	1 493,6	433,4	484,8	317,8	291,6	399,4	12 474,8
États-Unis	269,2	230,1	97,8	125,5	4,3	40,6	59,6	3 358,8
Zone euro	768,1	803,2	223,2	231,8	215,6	138,3	217,6	6 208,7
Japon	-1,0	16,6	7,9	6,4	11,0	0,7	-1,5	298,3
Places franches	15,8	25,2	9,0	1,0	4,3	9,7	10,2	159,9
Économies émergentes	67,6	82,0	19,0	24,7	18,5	14,7	23,9	737,1
Établissements financiers	1 179,7	1 370,7	408,0	417,9	282,3	294,9	375,5	10 373,5
Secteur privé	976,0	1 146,4	347,7	343,1	234,9	236,6	331,8	8 747,0
Secteur public	203,6	224,3	60,3	74,8	47,4	58,4	43,7	1 626,5
Entreprises	113,2	70,1	40,9	7,1	11,3	10,4	41,2	1 635,4
Secteur privé	93,4	52,0	37,3	-0,0	7,8	9,9	34,3	1 360,5
Secteur public	19,8	18,1	3,6	7,1	3,5	0,5	6,9	275,0
États	147,9	160,0	12,5	85,5	47,0	10,8	16,8	1 362,8
Organisations internationales	23,2	23,1	-4,2	10,0	7,1	7,1	-1,2	556,3
<i>Pour mémoire : Papier commercial domestique</i>	<i>-41,0</i>	<i>139,3</i>	<i>8,2</i>	<i>57,9</i>	<i>-19,8</i>	<i>-0,7</i>	<i>101,9²</i>	<i>2 079,3</i>
<i>dont : aux États-Unis</i>	<i>-81,3</i>	<i>114,0</i>	<i>-1,5</i>	<i>47,8</i>	<i>-26,8</i>	<i>6,7</i>	<i>86,3</i>	<i>1 402,7</i>

¹ Hors émissions des non-résidents sur les marchés domestiques. ² Chiffre en partie estimé.

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

Tableau 3.2

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		2003	2004	2003	2004			
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
États-Unis	Dollar EU	210,1	128,1	75,3	102,7	-28,5	6,6	47,3
	Euro	47,8	55,3	14,6	13,7	21,2	16,6	3,8
	Livre sterling	11,8	25,4	7,2	3,5	5,4	10,7	5,8
	Yen	-1,5	4,3	0,8	1,3	1,5	1,0	0,5
	Autres monnaies	1,0	17,0	-0,1	4,4	4,7	5,7	2,1
Zone euro	Dollar EU	87,1	76,8	24,2	17,9	34,7	10,0	14,1
	Euro	646,5	660,2	181,6	192,0	158,8	115,0	194,4
	Livre sterling	17,4	35,9	5,1	6,7	15,2	6,0	7,9
	Yen	-12,3	2,9	0,3	1,5	3,6	0,5	-2,7
	Autres monnaies	29,4	27,5	12,1	13,7	3,3	6,6	3,8
Autres régions	Dollar EU	164,4	202,5	48,8	53,8	47,1	46,8	54,8
	Euro	138,6	231,1	35,8	71,0	40,8	66,4	53,0
	Livre sterling	70,5	89,6	26,5	21,5	22,3	12,1	33,7
	Yen	9,4	16,5	10,6	2,5	10,7	3,2	0,2
	Autres monnaies	43,6	50,8	14,6	14,5	6,9	15,9	13,5
Total	Dollar EU	461,6	407,4	148,3	174,4	53,3	63,4	116,2
	Euro	832,9	946,6	231,9	276,7	220,7	198,0	251,2
	Livre sterling	99,7	150,9	38,8	31,7	42,8	28,9	47,5
	Yen	-4,4	23,8	11,7	5,2	15,8	4,7	-1,9
	Autres monnaies	74,0	95,3	26,6	32,6	15,0	28,3	19,5

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

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

Tableau 3.3

Parallèlement à l'augmentation des émissions nettes américaines, la part des emprunts nets en dollars EU s'est fortement accrue au quatrième trimestre, passant de 19,6 % à 26,9 % pour l'ensemble des signatures (tableau 3.3). Dans le même temps, la part de l'euro dans les émissions brutes et nettes s'est légèrement réduite. Comme le cours de change effectif du dollar EU reste bas par rapport à sa moyenne historique et s'est déprécié de 5 % durant le trimestre, cette évolution semble aller à l'encontre de la relation positive observée précédemment entre la vigueur de la monnaie et sa part des émissions de titres de dette internationaux.

Hausse de la part des émissions nettes en dollars EU

Fléchissement des émissions japonaises avec le ralentissement économique

Le point faible notable du marché des titres de dette a été l'atonie des résidents japonais ces six derniers mois. En termes nets, leurs emprunts ont régressé au quatrième trimestre, ressortant à -\$1,5 milliard, après une légère hausse (+\$721 millions). Les émissions brutes ont aussi été limitées, avec un total de \$20,4 milliards seulement. Il faut peut-être y voir une diminution de la demande, car la conjoncture a été mitigée : d'un côté, faiblesse prolongée de l'activité et moindres anticipations d'une fin prochaine de la baisse des prix des

Emprunts nets du Japon négatifs au quatrième trimestre...

biens ; d'un autre, rehaussements des notes supérieurs aux déclassements pour les émetteurs japonais et conditions de financement toujours favorables, les primes demeurant étroites.

...mais plus élevés en 2004 qu'en 2003

Sur plus longue durée, cependant, on constate une réelle amélioration des emprunts nets du Japon en 2004 (+\$16,6 milliards), qui pourrait marquer la fin du processus général de désendettement des entreprises. Les émissions nettes avaient été négatives sur la période 2000–03 et sont à leur plus haut depuis 1996. Certes, cette amélioration résulte en partie d'effets de change, le yen s'étant apprécié de 4,3 % vis-à-vis du dollar l'an dernier, mais elle est surtout due à une hausse des emprunts nets, passés de ¥615 milliards en 2003 à ¥1 585 milliards.

Dynamisme persistant des émissions à haut rendement

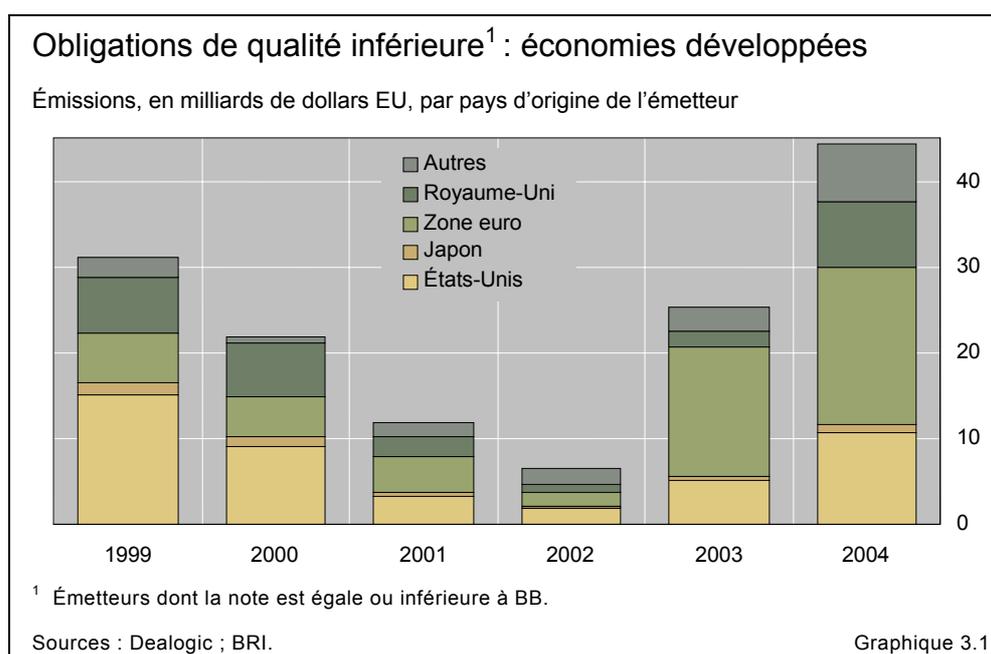
Les conditions d'offre restent favorables pour les emprunts à haut rendement...

Au quatrième trimestre, la quête de rendement a porté les investisseurs vers les titres à haut rendement, dont les primes ont poursuivi leur baisse (« Vue d'ensemble »). En termes bruts, les signatures moins bien notées des pays développés ont continué d'emprunter de gros volumes (\$12,6 milliards, après \$13 milliards), soit au total \$44,3 milliards pour 2004, bien plus que chaque année depuis 1999 (graphique 3.1).

...même si la demande varie beaucoup d'un pays à l'autre

La baisse minime des émissions brutes durant le trimestre masque des disparités assez marquées entre pays. Par exemple, la demande a augmenté de 1,5 % aux États-Unis, mais elle a fortement diminué au Japon (–59 %) et dans la zone euro (–49 %, malgré une contraction supplémentaire des primes), sans doute par absence de besoins de financement – compte tenu de l'atonie économique persistante, s'agissant de la zone euro.

Ce sont les entreprises technologiques et les institutions financières qui ont le plus emprunté dans les pays industrialisés. La principale opération privée menée à bien est à mettre au compte d'Elan Finance Corp. Ltd., société



irlandaise notée B- et domiciliée aux États-Unis, qui a émis \$850 millions en dollars EU, avec une prime de 387 pb par rapport aux valeurs du Trésor EU 7 ans. Rogers Wireless Inc., entreprise canadienne notée BB, a obtenu \$550 millions à taux fixe, avec une prime de 330 pb. Le 19 novembre 2004, HCA Inc. (Hospital Corporation of America) a levé \$750 milliards, avec une prime de 220 pb vis-à-vis des obligations du Trésor EU 10 ans.

Nouveau record d'emprunts des économies émergentes en 2004

Avec \$167 milliards bruts levés en 2004, les économies émergentes battent le record de 1996 (\$163 milliards). La collecte nette (\$82 milliards) est largement supérieure au niveau moyen (\$46 milliards) sur la période 1999–2003, mais reste légèrement inférieure au pic de \$94 milliards atteint en 1997. Les emprunteurs des économies émergentes ont manifestement tiré parti d'un contexte tarifaire très favorable : les primes par rapport à l'indice EMBI+ de JPMorgan Chase sont tombées en deçà de 350 pb, un creux sans précédent, en décembre 2004 (« Vue d'ensemble »).

Record d'émissions brutes d'économies émergentes en 2004

Les emprunts bruts se sont élevés à \$39,8 milliards au quatrième trimestre, après \$38,5 milliards, pour un volume au second semestre cependant inférieur à celui du premier. L'augmentation a été plus marquée pour les émissions nettes, passées de \$14,7 milliards à \$23,9 milliards, deuxième plus haut montant depuis début 2001, à peine inférieur au sommet du premier trimestre 2004.

L'expansion au dernier trimestre est essentiellement due à l'Asie, mais l'Amérique latine comme la région Moyen-Orient et Afrique ont aussi progressé (graphique 3.2). En revanche, les emprunts nets de l'Europe émergente sont restés pratiquement inchangés. Les établissements financiers ont, une fois encore, obtenu davantage que les gouvernements, et les entreprises non financières n'ont enregistré qu'une légère hausse.

Gros emprunts des signatures d'Asie...

Parmi les emprunteurs d'Asie, la Chine vient en tête, avec des emprunts nets de \$4 milliards, soit un tiers du total de la région. Le 21 octobre, la République populaire de Chine a lancé deux grandes opérations : la plus importante à 10 ans, libellée en euros (\$1 248 millions) ; l'autre à 5 ans, en dollars EU (\$500 millions). Au total, il s'agit de la plus grosse collecte jamais réalisée par le gouvernement chinois sur l'obligataire. Pour la tranche en euros, l'objectif était de créer une nouvelle référence et de répartir plus largement la dette publique entre les investisseurs européens. Comme aucun remboursement n'a été effectué, les emprunts nets du gouvernement chinois se situent à \$1,7 milliard pour le trimestre, après une baisse de \$300 millions au trimestre précédent, durant lequel le gouvernement n'avait émis aucun titre, mais réalisé un remboursement.

...en particulier du gouvernement chinois...

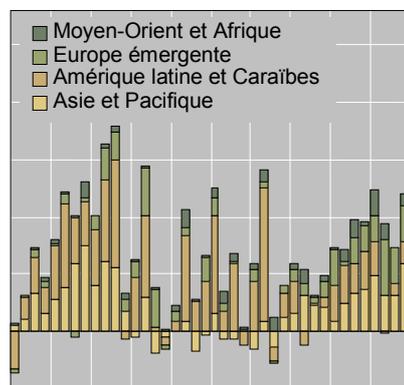
Malgré cela, les établissements financiers ont continué d'être les principaux émetteurs d'Asie. Le secteur financier a obtenu 63 % des emprunts nets chinois. Il a été dynamique aussi en Corée, Malaysia et Inde. Korea First Mortgage No 3 plc., par exemple, a émis une obligation en euros à 31½ ans, pour un montant de \$729 milliards, achevée début décembre.

...et des établissements financiers

Titres de dette : économies émergentes

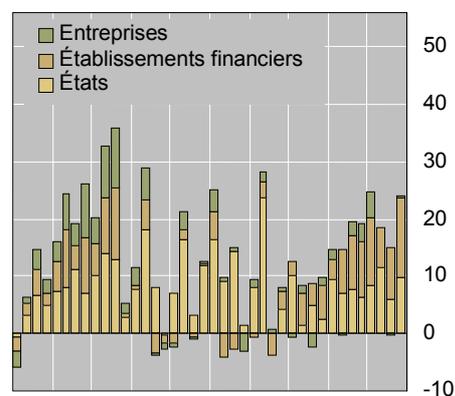
Émissions nettes, en milliards de dollars EU

Par pays d'origine de l'émetteur



1995 1997 1999 2001 2003

Par secteur émetteur



1995 1997 1999 2001 2003

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI. Graphique 3.2

La République des Philippines, habituellement très active, n'a pas fait appel au marché au quatrième trimestre, en raison de conditions défavorables. Début 2005, les progrès de l'assainissement budgétaire, notamment l'adoption d'une loi destinée à accroître les recettes fiscales, ont contribué à modifier la réceptivité du marché, qui était prêt pour l'annonce, le 26 janvier, d'une obligation à 25 ans d'un montant de \$1,5 milliard, la plus grosse opération jamais lancée par le gouvernement et sa première obligation de long terme depuis 2000. Cela étant, le déclassement d'un cran de la note attribuée par Standard & Poor's, mi-janvier, puis celui de deux crans par Moody's, en février, ont rappelé aux investisseurs la fragilité de la situation budgétaire du pays.

Pour l'Amérique latine, les principaux emprunts sont le fait de signatures souveraines, dans les économies grandes et petites. Le gouvernement du Brésil a émis une obligation à 15 ans en dollars EU pour \$1 milliard en octobre, et a proposé, en décembre, une obligation à 9,6 ans pour \$500 millions. Le gouvernement du Mexique a lancé un programme à 15¼ ans en euros (\$971 millions) et la République du Pérou une obligation à 10 ans en euros également (\$806 millions) ; ces annonces font penser que la demande de titres à haut rendement de la part des investisseurs européens a été vive au quatrième trimestre. Ce sont les émissions nettes de la République du Venezuela qui ont le plus fortement augmenté : nulles au troisième trimestre, elles ont atteint \$2 milliards. En revanche, les emprunts nets des entreprises non financières ont reculé pour le troisième trimestre consécutif et ceux des établissements financiers ont été négatifs (-\$1 milliard).

Le quatrième trimestre s'est aussi caractérisé par le volume des émissions brutes en monnaies locales en Amérique latine, de loin le plus élevé depuis la crise argentine (\$516,4 millions). Le total pour 2004 a ainsi été porté à \$855,7 millions, niveau proche du sommet de 2001 (\$939,1 millions en valeur nominale). Cette expansion a coïncidé avec une augmentation sensible

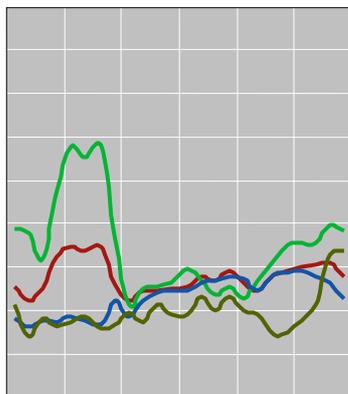
En Amérique latine, les gouvernements sont les plus actifs emprunteurs...

...et la valeur des émissions en monnaie locale augmente

Titres de dette des économies émergentes¹ : échéance moyenne²

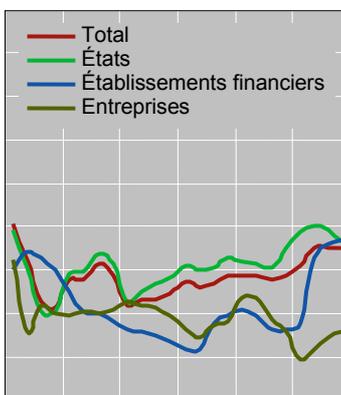
En années

Asie et Pacifique



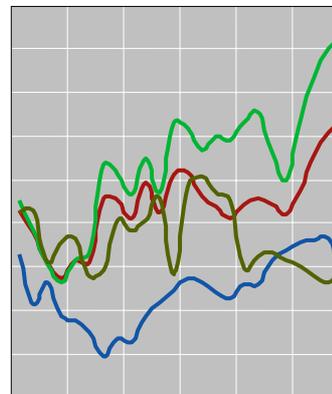
1999 2000 2001 2002 2003 2004

Europe émergente



1999 2000 2001 2002 2003 2004

Amérique latine et Caraïbes



1999 2000 2001 2002 2003 2004

¹ Titres à taux fixe de moyen et long terme. ² Moyenne mobile sur quatre trimestres.

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

Graphique 3.3

des crédits bancaires en monnaie locale accordés à la région (« Marché bancaire »). Trois opérations ont été lancées durant le trimestre : en novembre, la République de Colombie a engagé une émission pour 954,5 milliards de pesos (\$373,8 millions) ; en décembre, les banques brésiliennes Banco Bradesco SA et Banco do Brasil SA annonçaient deux obligations à moyen terme, pour 271 millions et 125,7 millions de reals (\$97,4 millions et \$45,2 millions), respectivement.

En Europe émergente, c'est la République de Hongrie qui a signé le plus gros emprunt : \$1,263 milliard à taux fixe en euros pour 7 ans, assorti d'un coupon de 3,625 %. La République de Turquie a collecté, fin novembre, \$500 millions en dollars EU à 10½ ans, avec une prime de 286 pb par rapport aux obligations 10 ans du Trésor EU. Les emprunts des établissements financiers russes, en tête des émissions d'Europe émergente dans le passé récent, se sont ralentis, revenant de \$2,9 milliards à \$1,9 milliard en termes nets.

La Hongrie et la Turquie bouclent d'importantes émissions

En 2004, les emprunteurs des économies émergentes ont allongé l'échéance moyenne de leur dette. Avec le niveau record des emprunts bruts et le resserrement des marges, cela montre que les conditions de financement ont été dans l'ensemble très favorables. En moyenne mobile sur quatre trimestres, l'échéance des valeurs à moyen et long terme émises dans l'année (graphique 3.3) s'est établie à 7,6 ans (Asie et Pacifique), 9,0 ans (Europe émergente) et 14,7 ans (Amérique latine). Pour la dette publique, les chiffres correspondants étaient de 9,7 ans (Asie et Pacifique), 9,3 ans (Europe émergente) et 18,6 ans (Amérique latine). Au quatrième trimestre, cependant, l'échéance moyenne a diminué partout et pour la plupart des secteurs.