

Frank Packer

Jesper Wormstrup

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

+41 61 280 8422

jesper.wormstrup@bis.org

3. Marché des titres de dette

En termes nets, les émissions de titres internationaux ont atteint le record historique de \$460,4 milliards au quatrième trimestre 2003 (tableau 3.1), essentiellement grâce à la présence fortement accrue des résidents de la zone

Titres de dette : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2002	2003	2002	2003				Encours à fin déc. 2003
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 010,8	1 467,1	183,7	356,7	348,9	301,2	460,4	11 681,4
Instruments du marché monétaire ¹	1,6	74,9	-10,2	55,4	3,7	-32,9	48,8	569,5
Papier commercial	23,7	83,3	-3,0	46,8	13,3	-25,4	48,7	417,9
Obligations ¹	1 009,2	1 392,2	193,9	301,3	345,1	334,2	411,6	11 111,9
Taux variable	199,0	-37,4	39,7	-41,6	-27,7	-14,5	46,4	2 383,9
Taux fixe	800,1	1 408,5	156,8	342,6	372,2	344,4	349,3	8 366,0
Titres liés aux actions	10,1	21,1	-2,7	0,3	0,6	4,3	15,9	361,9
Économies développées	945,6	1 363,9	171,4	330,7	316,2	279,9	437,1	10 404,5
États-Unis	329,6	271,0	48,8	55,1	29,2	88,3	98,4	3 078,3
Zone euro	479,3	770,1	99,9	211,9	208,1	125,6	224,5	5 014,0
Japon	-22,4	-0,2	-10,2	-3,0	-1,8	-3,4	8,0	271,3
Places franches	8,1	16,4	4,7	2,8	4,1	0,4	9,1	134,0
Économies émergentes	36,2	64,2	10,5	13,7	13,3	18,9	18,3	635,8
Établissements financiers	833,6	1 187,8	168,4	274,1	247,7	255,5	410,5	8 546,5
Secteur privé	698,3	989,0	131,8	225,9	199,5	212,6	350,9	7 235,4
Secteur public	135,4	198,9	36,6	48,2	48,2	42,9	59,6	1 311,2
Entreprises	55,0	109,9	2,0	16,1	32,0	20,9	40,9	1 497,0
Secteur privé	53,3	95,2	-3,5	10,6	29,7	17,9	37,0	1 234,2
Secteur public	1,7	14,7	5,5	5,4	2,3	3,1	3,9	262,8
États	101,3	146,8	16,2	57,1	53,8	22,8	13,1	1 130,7
Organisations internationales	20,9	22,6	-3,0	9,4	15,3	2,0	-4,2	507,1
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique²</i>	-102,6	-36,5	22,8	13,6	-28,9	-36,8	15,6	1 893,5
<i>dont : aux États-Unis</i>	-91,4	-81,3	23,8	-15,7	-41,9	-22,3	-1,4	1 288,8

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

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions brutes

En milliards de dollars EU

	2002	2003	2002	2003			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	2 100,6	2 883,9	490,4	758,8	755,4	655,1	714,6
Long terme	1 165,2	1 610,4	266,2	436,2	424,2	341,8	408,2
Moyen terme	935,5	1 273,5	224,3	322,6	331,2	313,3	306,4
Taux variable	603,2	512,3	157,0	123,3	126,9	116,9	145,1
Taux fixe	1 454,7	2 283,7	325,2	617,3	611,9	511,3	543,1
Titres liés aux actions ¹	42,8	87,9	8,2	18,2	16,6	26,8	26,4
Dollar EU	985,9	1 167,0	218,9	332,8	281,8	283,0	269,4
Euro	806,7	1 289,9	184,9	330,6	369,6	272,7	317,0
Yen	88,3	102,9	24,5	23,3	26,0	24,5	29,1
Autres monnaies	219,7	324,0	62,2	72,0	78,0	74,9	99,1
Établissements financiers	1 632,0	2 281,7	401,3	581,8	569,4	535,4	595,1
Secteur privé	1 361,4	1 919,9	320,7	488,6	467,5	454,3	509,5
Secteur public	270,6	361,8	80,6	93,2	101,9	81,1	85,6
Entreprises	211,4	269,8	40,2	56,5	78,1	66,5	68,6
dont : télécoms	45,9	51,1	10,1	23,5	6,6	8,0	13,0
Secteur privé	186,4	218,8	31,1	39,7	69,9	53,1	56,1
Secteur public	25,1	51,0	9,0	16,8	8,3	13,4	12,5
États	172,9	240,4	31,1	81,6	79,2	38,8	40,7
Organisations internationales	84,3	92,0	17,9	38,9	28,6	14,3	10,2
Émissions effectives	2 100,2	2 861,9	495,6	717,7	727,4	682,0	734,8
<i>Pour mémoire :</i>							
Remboursements	1 091,0	1 469,7	301,7	416,4	382,3	347,8	323,1

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

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

Tableau 3.2

euro, tant sur obligations à moyen et long terme que sur papier commercial. Établissements financiers et entreprises ont intensifié leurs opérations, tandis que les gouvernements les ont réduites. Le quatrième trimestre a parachevé une année marquée par une expansion notable des émissions de titres libellés en euros, à la fois en valeur absolue et par rapport aux autres marchés.

Les emprunteurs des économies émergentes ont continué à collecter de gros volumes - plus que durant tous les quatrièmes trimestres depuis 1996. Ce dynamisme est sans doute attribuable aux investisseurs internationaux, toujours en quête de rendement dans le contexte d'un rétrécissement persistant des marges de crédit. En Asie, le gouvernement et les établissements financiers chinois ont intensifié leurs opérations nettes, tandis que les établissements russes et l'État polonais ont été les plus actifs en Europe orientale. Le Brésil a été le principal émetteur d'Amérique latine.

Une plus grande propension des investisseurs internationaux à prendre des risques a été manifeste dans d'autres segments également. Grâce au dynamisme du marché des actions, les émissions de titres liés aux actions se

sont notamment accrues après plus d'un an et demi de stagnation. Les émissions d'actions internationales ont fortement augmenté, elles aussi, particulièrement dans les pays d'Asie comme la Chine et la Thaïlande.

Gains du marché de l'euro grâce aux émissions de la zone euro

La collecte de fonds en euros s'accroît nettement en 2003...

Une tendance frappante, sensible durant la période et sur l'année, a été l'expansion des émissions en euros, qui ont représenté plus de la moitié des fonds effectivement collectés en 2003. En termes nets, elles se sont vivement accrues entre les troisième et quatrième trimestres et ont plus que doublé d'un dernier trimestre à l'autre. Sur 2003, elles ont augmenté de près de 60 %, à \$834 milliards. Les émissions nettes en dollars EU ont doublé entre les quatrièmes trimestres 2002 et 2003, à \$150 milliards, mais n'ont progressé que de 10 %, à \$463 milliards, sur l'année (tableau 3.3).

Comment expliquer l'expansion en euros (graphique 3.1) ? En partie, elle ne fait que refléter l'appréciation de 20 % de la monnaie européenne vis-à-vis du dollar en 2003 ; exprimée en termes d'euros, la hausse nette en 2003 ne représente plus que la moitié environ (quelque 30 %). Mais elle est également due à une présence accrue des résidents de la zone euro. Ceux-ci, naturellement, lèvent surtout des fonds dans leur monnaie (84 % de leurs emprunts nets en 2003). Par rapport au quatrième trimestre 2002, leurs émissions ont plus que doublé, pour atteindre \$224,5 milliards ; entre 2002 et

Titres de dette : émissions nettes, par région¹ et monnaie

En milliards de dollars EU

		2002	2003	2002	2003			
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	Dollar EU	297,0	216,3	48,2	38,0	25,9	71,4	81,0
	Euro	39,7	51,9	0,4	16,1	6,3	14,9	14,6
	Yen	-7,4	-2,8	-2,5	0,0	-1,8	-1,6	0,6
	Autres monnaies	12,1	25,4	4,5	1,8	7,6	6,4	9,6
Europe	Dollar EU	68,4	150,6	16,5	39,7	31,1	42,4	37,3
	Euro	463,3	744,2	92,5	203,8	212,5	117,2	210,8
	Yen	-26,2	-9,0	-2,7	-4,5	-3,2	-3,5	2,1
	Autres monnaies	86,1	116,6	13,9	28,8	27,1	17,6	43,2
Autres régions	Dollar EU	53,7	96,3	8,5	20,2	19,3	25,1	31,8
	Euro	19,7	38,2	0,9	7,1	14,4	8,9	7,8
	Yen	-9,7	7,6	-3,3	-1,6	1,9	-1,8	9,2
	Autres monnaies	14,1	31,7	6,9	7,2	7,8	4,2	12,4
Total	Dollar EU	419,1	463,3	73,1	97,9	76,3	138,9	150,1
	Euro	522,7	834,3	93,8	227,0	233,1	141,0	233,2
	Yen	-43,3	-4,2	-8,5	-6,1	-3,1	-6,9	11,9
	Autres monnaies	112,3	173,8	25,2	37,9	42,6	28,2	65,2

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

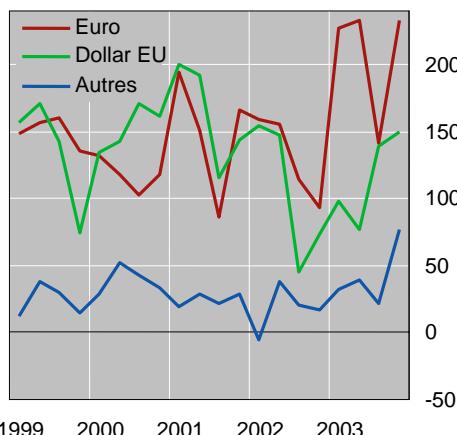
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.3

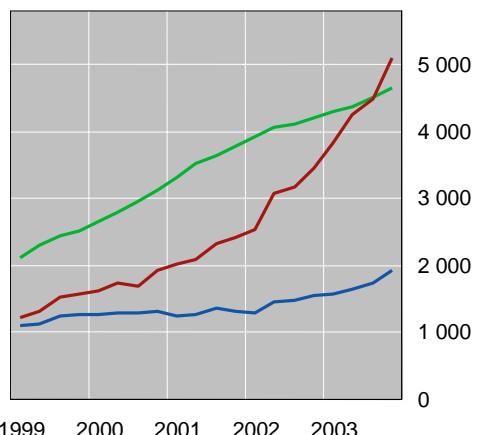
Titres de dette : émissions nettes et encours, par monnaie

En milliards de dollars EU

Émissions nettes



Encours



Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI. Graphique 3.1

2003, la progression est de 61 % (graphique 3.2). Les résidents d'Allemagne, d'Espagne et de France se sont montrés particulièrement dynamiques.

Les plus gros émetteurs en euros ont été les établissements financiers de la zone euro (publics et privés), avec les trois quarts environ du total net de la zone en 2003 et près de 90 % du surcroît d'expansion d'un quatrième trimestre à l'autre.

En outre, certains signes dénotent une internationalisation croissante des émissions en euros, les emprunts nets des agents hors zone euro représentant 22 % au quatrième trimestre 2003, contre environ 4 % un an plus tôt. Même si, d'une année sur l'autre, leur progression est moins prononcée (22 % en 2003 contre 20 % en 2002), elle suit manifestement l'essor rapide du compartiment. Les débiteurs émettant traditionnellement dans les autres monnaies semblent

...avec une présence accrue des établissements financiers européens

Les émissions en euros se développent aussi hors de la zone

Titres de dette : émissions nettes, par pays d'origine de l'émetteur

En milliards de dollars EU

Zone euro

États-Unis

Royaume-Uni

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

être confrontés à une demande grandissante de titres en euros ; selon certaines informations, des gestionnaires internationaux d'actifs chercheraient à diversifier ainsi leur exposition en devises.

Vigueur des emprunts en dollars EU et en autres monnaies

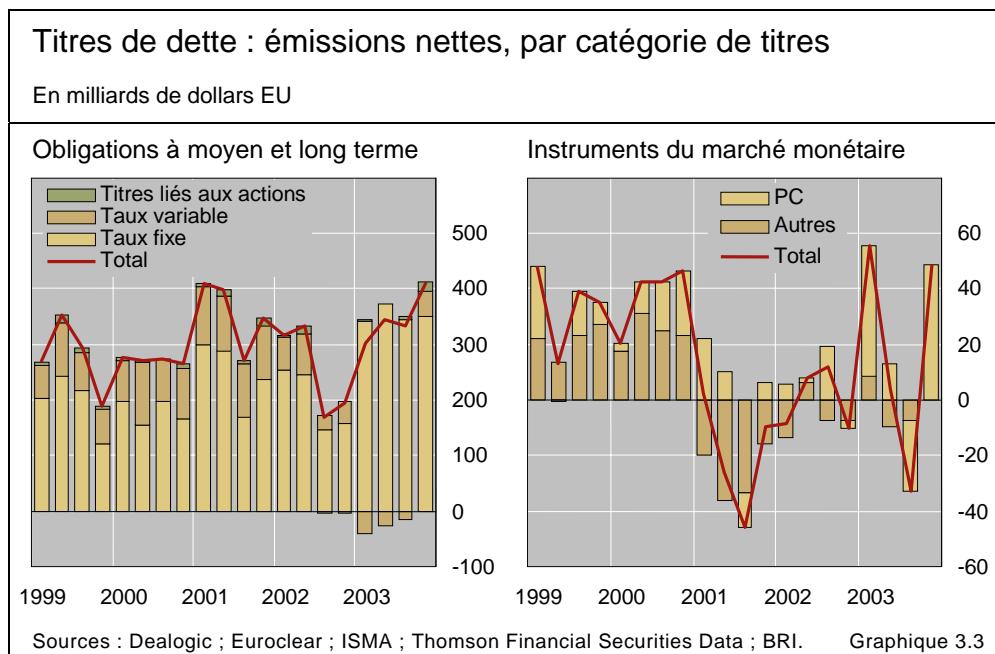
Si le comportement de l'euro s'est distingué, les emprunts dans les autres monnaies n'ont pas été en reste au quatrième trimestre 2003. Les émissions nettes en dollars EU (\$150 milliards) ont plus que doublé par rapport au quatrième trimestre 2002 ; celles en yens (\$11,9 milliards) ont été positives, pour la première fois depuis plus d'un an et demi, et l'activité dans les autres monnaies s'est aussi accrue de quelque 55 % d'une année sur l'autre (tableau 3.3).

Malgré la part grandissante de l'euro, le dollar EU reste la monnaie de prédilection pour la majorité des emprunteurs hors Amérique du Nord, Union européenne et Japon. Au quatrième trimestre, près de 60 % de leurs émissions nettes étaient libellées en dollars EU, 15 % en euros et un quart environ dans d'autres monnaies. Sur l'année, la proportion est de 61 % pour le dollar EU et de 20 % pour l'euro.

Les emprunteurs préfèrent la dette à court terme à taux variable

Les émetteurs préfèrent le court terme

Le quatrième trimestre a également été marqué par une préférence des emprunteurs pour le court terme, aux taux plus bas, la courbe des rendements étant devenue plus accentuée dans l'année (graphique 3.3). Les émissions nettes d'instruments du marché monétaire (dont le papier commercial) se sont élevées à \$48,8 milliards, contre -\$10,2 milliards au quatrième trimestre 2002. La même expansion s'observe d'une année sur l'autre (\$74,9 milliards en 2003 contre \$1,6 milliard en 2002).



Les taux relativement bas à court terme ont probablement aussi soutenu les titres à taux variable. À \$46,4 milliards, ce segment a gagné du terrain au quatrième trimestre, représentant 11 % du total des émissions obligataires, après avoir constamment enregistré des remboursements nets depuis le début de l'année.

Les entreprises privées se portent sur les titres à haut rendement

Au quatrième trimestre, les émissions des entreprises non financières privées ont été généralement vigoureuses : à \$37 milliards en termes nets, elles ont été les plus fortes de l'année (tableau 3.1) et beaucoup plus importantes que durant la même période de 2002, marquée par des remboursements nets.

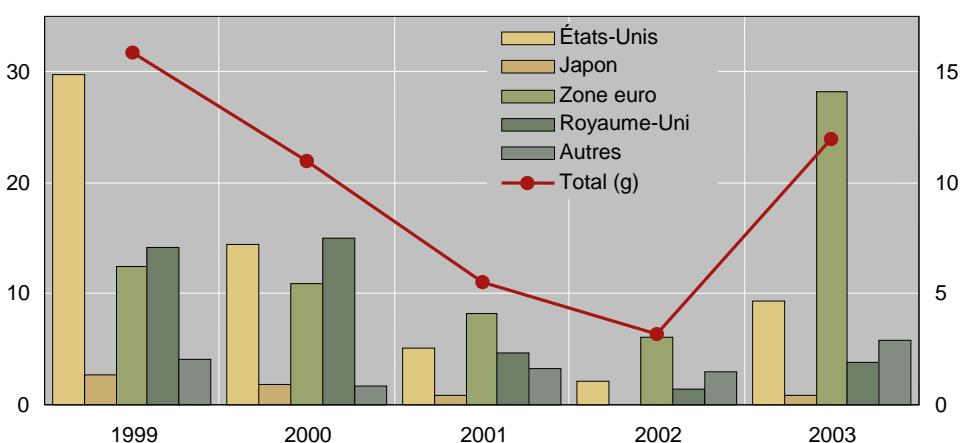
La forte demande des investisseurs en titres à haut rendement et le rétrécissement des marges de crédit qui en est résulté ont entretenu l'activité déjà soutenue des signatures de qualité inférieure des économies développées (notation inférieure à BBB- par l'une des principales agences). Dans ce segment, les émissions brutes d'obligations internationales ont été très dynamiques (\$5 milliards) au quatrième trimestre, parachevant une année marquée par un quasi-quadruplement des opérations (à \$24 milliards). Les résidents de la zone euro ont été particulièrement actifs, avec un volume qui a plus que quadruplé en 2003, à \$14 milliards (graphique 3.4).

Les émissions de titres liés aux actions - obligations convertibles et obligations à bon de souscription d'actions - se sont redressées au quatrième trimestre 2003. Stimulées par la bonne tenue générale du marché des actions, elles se sont nettement accélérées, après avoir stagné pendant plus d'un an, pour totaliser plus de \$15,9 milliards en termes nets.

Dynamisme des agents de la zone euro dans le segment à haut rendement

Obligations de qualité inférieure¹ : émissions des économies développées, par pays d'origine de l'emprunteur

En milliards de dollars EU



¹ Émetteurs dont la note est égale ou inférieure à BB.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.4

L'Asie au premier rang des emprunteurs émergents

Les emprunts des économies émergentes restent vigoureux...

...grâce aux émetteurs chinois...

...et à d'autres signatures d'Asie

La recherche de rendement par les investisseurs semble aussi avoir soutenu l'expansion des émissions des économies émergentes. Bénéficiant de conditions de financement toujours aussi bonnes, celles-ci sont restées dynamiques au quatrième trimestre 2003. En termes nets, elles ont totalisé \$18,3 milliards, l'essentiel revenant à des résidents d'Asie (graphique 3.5).

La collecte des emprunteurs chinois a été relativement importante. Suite à un rehaussement de sa note (de A3 à A2) par Moody's en octobre, la République populaire de Chine est revenue sur l'obligataire, après une absence de deux ans et demi, collectant \$1 milliard à 10 ans et €400 millions à 5 ans. L'État, qui a rapidement accumulé des réserves au cours des derniers trimestres (« Vue d'ensemble »), n'avait guère besoin de se financer en devises ; son intention était de faciliter l'accès des résidents aux marchés internationaux des capitaux en instituant une référence tarifaire. Les établissements financiers chinois ont été actifs eux aussi, leurs emprunts nets se montant à \$1,7 milliard. La première banque commerciale publique, Industrial and Commercial Bank of China, a été le principal emprunteur, levant plus de \$500 millions dans le cadre de son programme d'obligations à moyen terme.

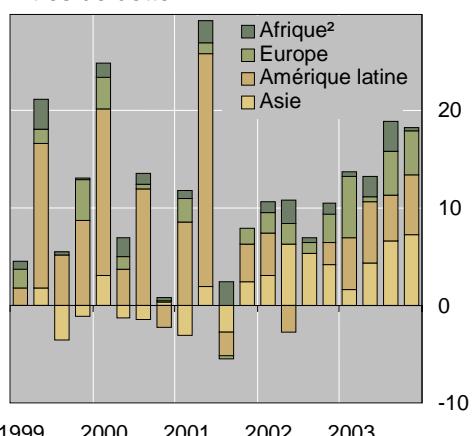
Les emprunteurs chinois ont en outre sollicité le marché des actions, pour un montant exceptionnel de \$7,9 milliards. La plus importante introduction en Bourse de l'année (\$3,9 milliards) a été réalisée le 12 décembre, à Hong-Kong et New York, par China Life, première société d'assurance vie du pays. Portées par le dynamisme de la Chine, les émissions d'actions ont atteint un record de \$18,3 milliards pour l'ensemble des économies émergentes (graphique 3.5).

D'autres signatures d'Asie ont profité, elles aussi, de conditions de financement propices. La République des Philippines a ainsi collecté

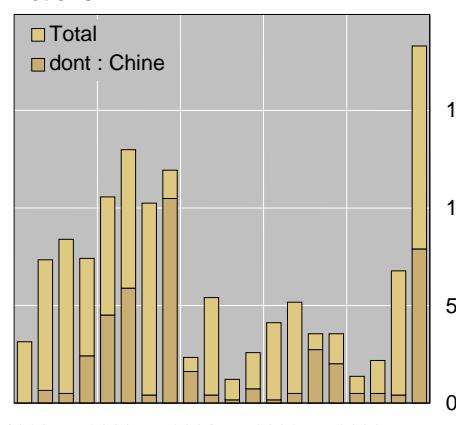
Titres de dette et actions : émissions des économies émergentes

En milliards de dollars EU

Titres de dette¹



Actions



¹ Émissions nettes. ² Y compris Moyen-Orient.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI. Graphique 3.5

\$1,3 milliard en lançant trois tranches à des termes très favorables. Les emprunts nets de la région ont été soutenus également par le dynamisme des entreprises taiwanaises (\$2,0 milliards) et des établissements financiers malais et coréens (respectivement \$1,3 milliard et \$2,0 milliards).

L'Amérique latine - Brésil et Mexique en tête - a légèrement accru ses émissions nettes. Le 22 octobre, la République fédérative du Brésil a obtenu \$1,5 milliard en obligations 7 ans et le Mexique a connu un regain d'activité grâce au gouvernement et aux entreprises. Le 14 octobre, les États-Unis du Mexique ont collecté \$1 milliard, en lançant une obligation 10½ ans en dollars. Une opération encore plus importante (\$1,4 milliard) a été réalisée par l'entreprise pétrolière publique Pemex, qui a mobilisé l'intégralité de sa participation (5 %) dans la compagnie pétrolière espagnole Repsol YPF SA par le biais d'une obligation convertible 7 ans. Pemex a sollicité massivement non seulement les marchés international et domestique des titres de dette, mais aussi le marché des crédits consortiaux internationaux (encadré page 29).

Les emprunteurs brésiliens toujours très présents

D'autres emprunteurs souverains d'Amérique latine ont été présents sur le marché des titres. Après une collecte exceptionnellement élevée au troisième trimestre, la République bolivarienne du Venezuela est restée active. Le 23 octobre, profitant des conditions de marché favorables, elle a porté de \$350 millions à \$470 millions le montant de sa deuxième tranche d'obligations 10 ans, après avoir obtenu \$700 millions avec une tranche antérieure, en septembre. Un mois plus tard seulement, elle lançait un titre 15 ans d'une valeur nominale de \$1 milliard. Une autre opération d'envergure a eu lieu en novembre : la République du Pérou, après une absence de huit mois, a collecté \$500 millions d'obligations 30 ans.

Les établissements financiers russes et le gouvernement polonais ont été les principaux emprunteurs des économies émergentes d'Europe. La banque russe publique Sberbank a levé \$1 milliard en octobre grâce au lancement d'un effet 3 ans à taux variable, peu après que Moody's eut attribué à l'État le statut de signature de qualité. En octobre aussi, encouragée par les conditions de marché intéressantes, la République de Pologne a obtenu \$1 milliard en obligations 10½ ans, au lieu des \$500-750 millions prévus à l'origine.

La Russie accède au statut de signature de qualité

La chute des emprunts nets de l'Afrique du Sud explique le recul de l'activité en Afrique et au Moyen-Orient, malgré les \$750 millions en obligations 20 ans levés par l'État d'Israël dans le cadre de son programme de financement garanti par l'Agence américaine pour le développement international et les \$700 millions d'obligations 7 ans à taux variable collectés par l'emprunteur souverain du Moyen-Orient le mieux noté : l'État du Qatar (par le biais d'une structure de financement, Qatar Global Sukuk QSC). Il s'agissait là du premier titre islamique du pays et de la plus grosse opération islamique jamais réalisée¹. Les investisseurs traditionnels ont participé à hauteur de 48 % à l'opération, dont le montant initial (\$500 millions) a été étoffé pour faire face à la demande.

Le Qatar lance une émission islamique d'un montant record

¹ Obligation conforme à la loi islamique (sharia) qui n'autorise pas le paiement d'intérêts. Les investisseurs reçoivent une part des bénéfices réalisés à partir des obligations placées.

Dynamisme des économies émergentes en 2003

Les émissions de 2003 à un sommet depuis la crise en Asie

Le quatrième trimestre a parachevé une année marquée par une forte présence des économies émergentes. En 2003, leurs émissions nettes ont atteint \$64,2 milliards, leur sommet depuis 1997. Au premier rang, et de loin, viennent les signatures du Brésil, avec \$14,2 milliards (tableau 3.4).

Le dollar EU garde la préférence des emprunteurs (80 % des émissions brutes), même si l'Europe émergente présente un bon équilibre entre euro et dollar EU.

Les emprunteurs des économies émergentes s'activent début 2004

Vigueur des emprunts début 2004...

...grâce aux émetteurs souverains d'Amérique latine...

Grâce au faible coût des emprunts au début de 2004, les économies émergentes, en Amérique latine et en Europe notamment, se sont empressées de solliciter les marchés. Selon les données partielles de Dealogic Bondware, les annonces se sont inscrites à \$18,9 milliards en janvier, chiffre mensuel record depuis la crise en Asie, et en hausse de plus de 30 % par rapport à janvier 2003.

Les emprunteurs souverains d'Amérique latine ont été particulièrement actifs début 2004. De grosses opérations, portant souvent sur des titres assortis d'une échéance longue et répondant à la quête de rendement des investisseurs, ont été lancées par la République fédérative du Brésil (\$1,5 milliard, 30 ans), les États-Unis du Mexique (\$1 milliard, 5 ans, et £500 millions, 20 ans) et la République bolivarienne du Venezuela (\$1 milliard, 30 ans). D'autres États moins habitués du marché ont profité, eux aussi, des conditions de financement intéressantes. La République du Chili, la République du Costa Rica et le gouvernement de la Jamaïque avaient tous déjà couvert leurs besoins de financements étrangers pour 2004 dès janvier ou début février.

Titres de dette : émissions nettes des économies émergentes en 2003, par monnaie et pays d'origine de l'emprunteur

En milliards de dollars EU

	Dollar EU	Euro	Yen	Autres monnaies	Total
Brésil	18,2	-1,6	-2,3	0,0	14,2
Corée	4,5	1,3	1,4	0,6	7,8
Taiwan, Chine	6,9	0,0	0,2	0,0	7,0
Russie	5,4	0,4	0,0	0,0	5,9
Pologne	0,9	4,5	0,2	0,0	5,5
Mexique	4,2	1,1	-0,3	0,4	5,5
Philippines	4,0	0,3	-0,4	0,0	3,9
Afrique du Sud	2,0	0,8	0,0	-0,1	2,6
Chine	1,5	0,5	-0,3	0,6	2,3
Israël	2,0	0,0	0,0	0,0	2,1
Venezuela	2,7	-0,8	0,0	0,0	1,9

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

Tableau 3.4

Début 2004, l'activité a été substantielle en Europe émergente également, mais beaucoup plus concentrée, un petit nombre d'emprunteurs souverains collectant un volume important. Dès le 14 janvier, la République turque s'est assurée de faibles coûts de financement en engrangeant \$1,5 milliard en obligations 30 ans. Début février a suivi un montage de €1 milliard en obligations 10 ans, moins de deux semaines après une opération similaire de la République de Hongrie qui a permis à celle-ci de couvrir un tiers de ses besoins de financement pour 2004. Une émission encore plus importante (€1,5 milliard, 5 ans) avait été lancée le 15 janvier par la République de Pologne dans le cadre de son programme EBMTN.

...et d'Europe émergente