

## Asie : marchés des obligations en monnaies locales<sup>1</sup>

*La liquidité des marchés obligataires d'Asie en monnaies locales varie en fonction de l'encours, du volume du négoce, de la taille des émissions et de la dispersion des portefeuilles. La rentabilité des instruments à haut risque a été récemment supérieure, dans l'ensemble, à celle des valeurs du Trésor EU.*

JEL : E440, G150, H630, O160.

Dans le cadre de diverses initiatives, les pays de l'Est asiatique coopèrent pour développer les marchés obligataires régionaux. En juin 2003, 11 banques centrales ont annoncé qu'elles allaient investir \$1 milliard environ de réserves officielles en obligations en dollars EU émises par des gouvernements et agences paragonnementales de 8 de ces 11 économies. Elles envisagent également d'investir dans des obligations en monnaies locales (EMEAP (2003), (2004)).

Qu'est-ce qui fait l'attrait de ces actifs en monnaies locales ? L'étude s'efforce de répondre à cette question en décrivant leurs caractéristiques : dimension du marché, liquidité et résultats des dernières années.

Si, par leur volume, ces actifs constituent une catégorie potentiellement importante, plusieurs facteurs en limitent la liquidité. Depuis la crise asiatique, ces marchés, notamment leur segment le plus liquide, se sont étoffés pour dépasser nettement l'encours des obligations asiatiques en dollars EU. La liquidité varie fortement selon les monnaies ; le volume des transactions est parfois élevé, en particulier pour les signatures de la région Nord-Est. Nous observons que plus les marchés sont vastes, plus le négoce est important, et plus les écarts de cours acheteur-vendeur sont étroits. En outre, la taille des émissions favorise la liquidité, sauf si les investisseurs conservent les titres jusqu'à l'échéance. L'arrivée de nouveaux investisseurs, notamment étrangers, pourrait donc améliorer la liquidité, surtout en période de tensions.

L'expérience récente indique que ces marchés peu liquides offrent des rémunérations respectables. Si les obligations en monnaies locales peuvent avoir un rendement supérieur ou inférieur à celui des titres du Trésor EU, elles ont été plus rentables qu'eux (hors couverture de change) entre janvier 2001 et

---

<sup>1</sup> Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement l'opinion de la BRI.

mars 2004. Ce phénomène s'explique en grande partie par des plus-values et des rendements plus élevés dès l'origine. Nous réservons à une étude ultérieure la part de ces titres dans les portefeuilles internationaux.

## Dimension

Depuis la crise asiatique, les marchés obligataires d'Asie en monnaies locales affichent une rapide expansion : leur taille a plus que doublé entre 1997 et 2002 (hors Australie, Japon et Nouvelle-Zélande). Fin 2002, leur encours total ressortait à \$1 200 milliards, soit quelque 50 % du PIB régional (tableau 1)<sup>2</sup>. Cette croissance impressionnante s'explique par une politique de développement de nouveaux canaux d'intermédiation financière, mais aussi par des besoins de financement des restructurations bancaires et déficits publics.

Encours supérieur à \$1 000 milliards...

Économies EMEAP : marché obligataire local en 2002						
	Obligations		Par type d'émetteur :			
			État		Entreprises <sup>1</sup>	
	mrds \$EU	% du PIB	mrds \$EU	% du total	mrds \$EU	% du total
Australie	208	53	71	34	58	28
Chine	465	38	243	52	10	2
Corée	381	76	96	25	151	40
Hong-Kong RAS	68	42	15	22	5	7
Indonésie	56	31	54	96	2	4
Japon	6 735	161	4 838	72	753	11
Malaysia	83	87	34	41	38	46
Nouvelle-Zélande <sup>2</sup>	18	29	18	..	..	..
Philippines	26	34	25	97	1	3
Singapour	53	60	33	62	3	5
Thaïlande	47	38	29	61	7	14
<b>Total</b>	<b>8 140</b>	<b>115</b>	<b>5 456</b>	<b>67</b>	<b>1 027</b>	<b>13</b>
Total hors Japon	1 405	48	618	44	274	19
Total hors Australie, Japon et Nouvelle-Zélande	1 179	48	528	45	216	18
<i>Pour mémoire :</i>						
États-Unis	16 324	156	4 537	28	2 421	15
Inde	156	34	154	99	2	1
Taiwan, Chine	107	38	61	57	33	31

<sup>1</sup> Hors établissements financiers. <sup>2</sup> Données du secteur privé non disponibles.

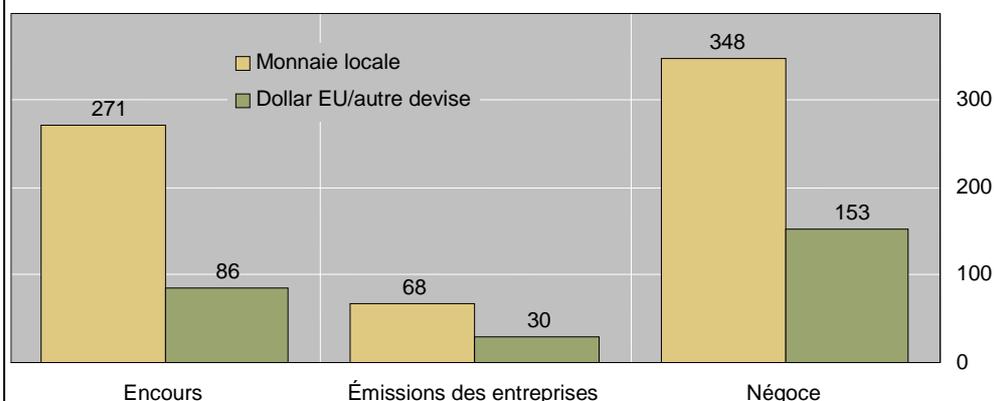
Sources : Autorité monétaire de Hong-Kong ; Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande ; Deutsche Bank (2003) ; CEIC ; IFS ; BRI.

Tableau 1

<sup>2</sup> Les chiffres des emprunts d'État présentés au tableau 1 ne couvrent pas les instruments de dette émis, dans un certain nombre d'économies, par la banque centrale afin de stériliser les achats de devises (McCauley (2003)). Ainsi, en Corée, des obligations de stabilisation monétaire, dont l'échéance maximale est de deux ans, dépassent actuellement les 100 000 milliards de wons, montant très proche de celui des emprunts d'État du tableau 1. Des titres similaires, mais de maturité généralement plus courte, existent en Chine, en Indonésie, en Malaysia, à Taiwan (Chine) et en Thaïlande.

## Obligations de l'Est asiatique en monnaie locale et en devises : encours, émission et négoce

En milliards de dollars EU



Encours : valeur de marché, sur la base des indices HSBC Asian Local Bond Index et Asian US Dollar Bond Index ; mars 2004. Émissions des entreprises : de 1998 à 2003 ; chiffres de Fernandez et Klassen (2004). Négoce : obligations en monnaie locale et euro-obligations échangées par les banques internationales ; chiffres pour 2003 de EMTA (2004).

Sources : Bloomberg ; BondWare ; EMTA ; HSBC.

Graphique 1

Malgré leur croissance rapide, ces marchés restent, à des degrés divers, peu développés. Leur dimension demeure modeste par rapport à ceux des États-Unis ou du Japon, où l'encours représente plus de 150 % du PIB. De surcroît, les emprunts d'État en constituent la moitié. Les entreprises se financent essentiellement par emprunt auprès des banques et par émission d'actions<sup>3</sup>. En outre, les marchés sont, dans une certaine mesure, cloisonnés entre eux et vis-à-vis des marchés mondiaux des titres à revenu fixe du fait, notamment, de retenues à la source, de facteurs réglementaires et juridiques ainsi que de déficiences d'infrastructure.

La part des obligations locales pouvant servir de support à l'investissement est bien inférieure à l'encours, mais reste non négligeable. Selon l'indice ALBI (Asian Local Bond Index) de HSBC, elle représentait en mars 2004 environ \$270 milliards, soit moins d'un quart de l'encours (\$1 200 milliards). HSBC ne tient compte ni des obligations chinoises (en raison des contrôles sur les capitaux), ni des obligations de recapitalisation bancaire, peu liquides, d'Indonésie, ni des obligations destinées aux petits investisseurs locaux émises en Thaïlande en 2002 pour couvrir les coûts de renflouement des banques.

Néanmoins, les marchés asiatiques en monnaies locales sont beaucoup plus importants que ceux en devises (ils attirent davantage d'émissions et affichent globalement un plus grand volume de transactions). D'après les indices, assez proches, ADBI de HSBC (Asian US Dollar Bond Index) (quelque \$86 milliards) et JPMorgan Asia Credit Index (environ \$94 milliards), cela est vrai aussi en termes de titres en circulation (graphique 1). Sur le marché primaire, les émissions en monnaies locales surpassent maintenant celles en

...mais volume limité de titres en circulation...

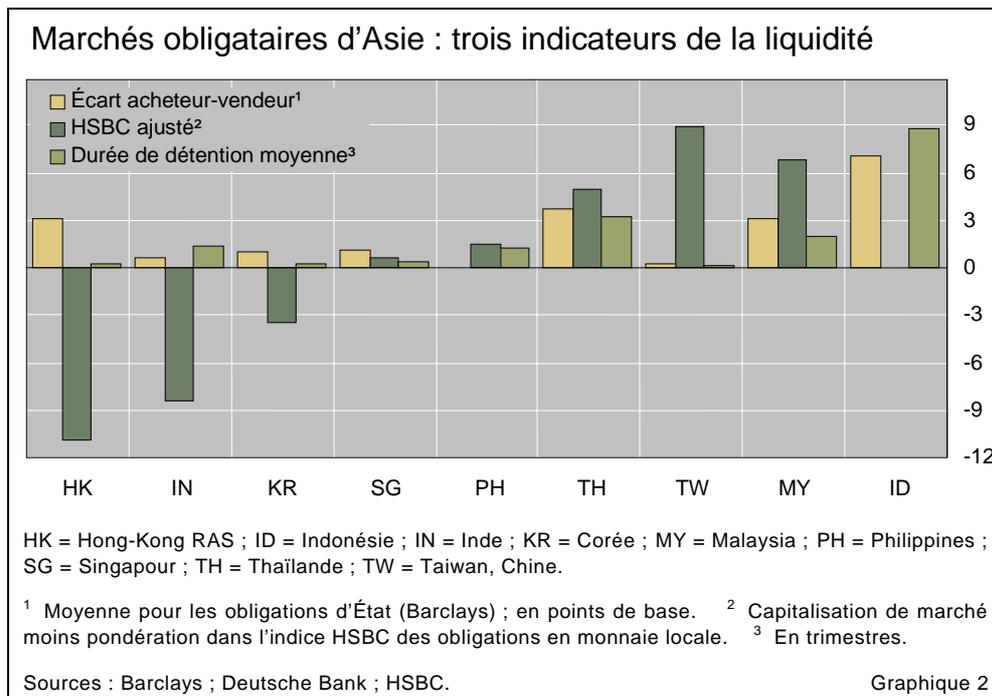
...néanmoins supérieur à celui des obligations asiatiques en dollars

<sup>3</sup> Ce mode de financement des entreprises est également répandu en Europe.

devises, tant dans le secteur des titres d'État que dans celui des obligations d'entreprises (Banque de Réserve d'Australie (2003), Fernandez et Klassen (2004)). Sur le marché secondaire, les multinationales financières regroupées dans l'Emerging Markets Traders Association (EMTA) enregistraient à elles seules, en 2003, un volume de transactions sur obligations asiatiques en monnaies locales plus de deux fois supérieur à celui des obligations asiatiques en devises. C'est uniquement pour les titres émis par les emprunteurs chinois, indonésiens ou philippins que l'on comptabilise davantage de transactions en devises.

## Liquidité

Sur un marché liquide, les transactions peuvent s'effectuer à un faible coût et rapidement, sans incidence sur le prix. Plusieurs critères permettent de mesurer la liquidité (CSFM (2000)) : étroitesse (écart entre cours acheteur et vendeur), profondeur (volume traité pouvant être absorbé sans modification des prix), fluidité (rapidité d'exécution des ordres) et élasticité (facilité de retour des prix à la normale après des perturbations ou des déséquilibres temporaires au niveau des ordres). Ces critères peuvent entrer en conflit. Ainsi, la concurrence que se livrent les teneurs de marché, ou la réglementation, peut resserrer l'écart acheteur-vendeur, mais nuire à la profondeur, car une rentabilité moindre réduit le volume de capitaux consacrés à la tenue de marché. La liquidité du marché des obligations d'État est déterminante pour la trésorerie des institutions financières, car elle leur permet de réaliser plus facilement une plus-value en vendant les titres qu'elles détiennent.



### *Mesure de la liquidité*

Trois mesures

La liquidité comportant ainsi divers aspects, nous avons utilisé plusieurs indicateurs (évaluation d'un teneur de marché ; volume de transactions ; écart acheteur-vendeur), qui donnent des résultats comparables (graphique 2).

Tenant compte des critères de liquidité, accessibilité et infrastructure, HSBC assigne aux composantes de son indice ALBI une pondération supérieure ou inférieure à celle qui correspondrait à la seule valeur de marché. Les marchés de Hong-Kong RAS, d'Inde et de Corée sont surpondérés parce qu'ils sont estimés présenter une liquidité et une accessibilité meilleures.

Cette évaluation est plus ou moins corroborée par le volume des transactions et sa relation avec l'encours en circulation. Si l'on se fonde sur la durée de détention, les places de Hong-Kong RAS, Taiwan (Chine)<sup>4</sup>, Corée et Singapour sont plus liquides.

Les écarts moyens acheteur-vendeur déclarés fournissent des renseignements similaires. Ils vont d'environ 1 point de base en Corée, en Inde, à Singapour et à Taiwan à 7 points de base en Indonésie. Ils sont donc généralement étroits, même par rapport aux marchés liquides du Trésor EU (de 0,5 point de base pour les bons à 3 points de base pour les obligations). Si Fleming (2003) estime que ce critère est le meilleur indicateur de la liquidité, son étroitesse dans l'Est asiatique peut en partie s'expliquer par l'existence d'une réglementation (éditée par les pouvoirs publics ou les autorités de place). Il convient de préciser que cette liquidité peut être plus apparente que réelle si le marché manque de profondeur.

### *Déterminants de la liquidité*

Plusieurs facteurs interviennent dans la liquidité (CSFM (2000)). Côté offre, le peu de volume des marchés obligataires d'Asie, lié, d'après l'étude empirique d'Eichengreen et Luengnaruemitchai (2004), à la taille de l'économie elle-même, pourrait contribuer au manque de profondeur et de liquidité. En outre, la taille réduite des émissions, qui peut refléter le manque de profondeur des marchés, peut également freiner les transactions et, en conséquence, expliquer en partie le manque de liquidité. Côté demande, le petit nombre d'investisseurs, parmi lesquels prédominent les banques commerciales locales et/ou un fonds de prévoyance public, pourrait rendre le marché obligataire unidirectionnel (c'est-à-dire que les intervenants tentent tous d'acheter ou de vendre au même moment). L'absence ou le coût élevé des instruments de couverture et les restrictions sur la vente à découvert risquent d'accentuer les stratégies misant sur la dynamique des marchés obligataires et de limiter la participation. La pratique de comptabilisation à la valeur historique plutôt qu'à la valeur de marché pourrait inciter les investisseurs à conserver les titres jusqu'à l'échéance, ce qui réduit la liquidité du marché (Mohanty (2002)).

Nous constatons qu'en Asie la taille du marché est déterminante pour sa liquidité (graphique 3, cadres du haut) : généralement, plus l'encours est

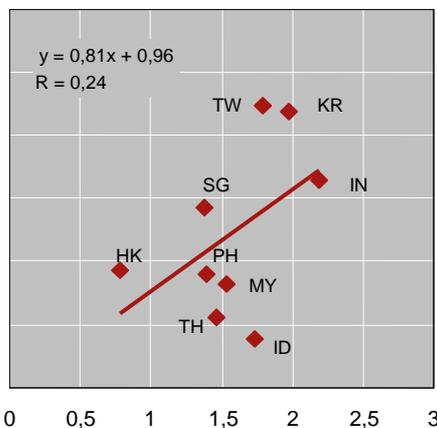
---

<sup>4</sup> Ci-après Taiwan.

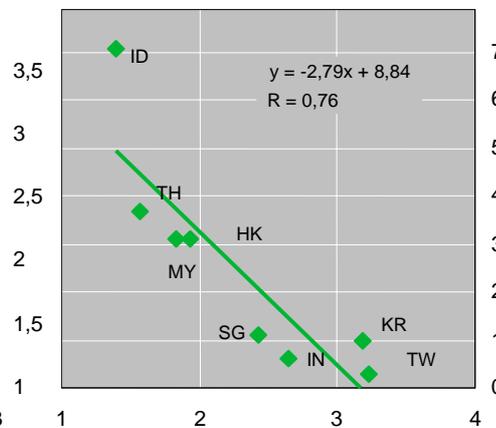
## Marchés obligataires de l'Est asiatique : liquidité

Encours, négoce, taille des émissions et concentration

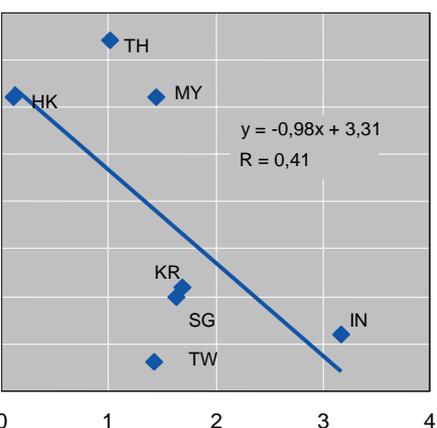
Encours (abscisse) et négoce (ordonnée)<sup>1</sup>



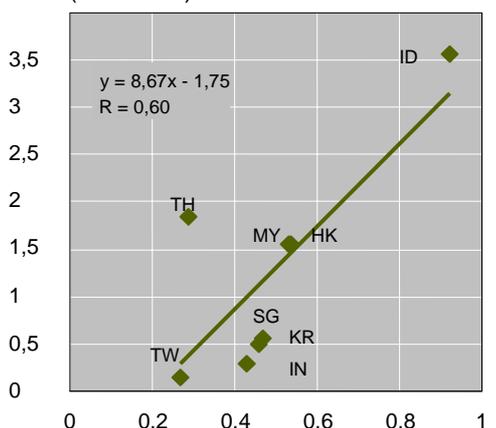
Négoce (abscisse)<sup>1</sup> et écart acheteur-vendeur (ordonnée)<sup>2</sup>



Taille des émissions (abscisse)<sup>1</sup> et écart acheteur-vendeur (ordonnée)<sup>2</sup>



Concentration des portefeuilles (abscisse)<sup>3</sup> et écart acheteur-vendeur (ordonnée)<sup>2</sup>



<sup>1</sup> En milliards de dollars EU ; logarithmes. <sup>2</sup> En points de base. <sup>3</sup> Indice Herfindahl-Hirschman.

Sources : Barclays Capital ; Bloomberg ; Deutsche Bank ; HSBC ; calculs BRI.

Graphique 3

important, plus le négoce est intense et plus l'écart acheteur-vendeur est étroit. Cette relation est analogue (bien que légèrement moins prononcée) à celle qui a été constatée entre la dimension, le volume et la liquidité caractérisant les marchés obligataires des pays du G 10 – attribuée à des économies d'échelle dans la tenue de marché (McCauley et Remolona (2000)).

En se fondant sur un marché actif de contrats à terme sur obligations d'État et les écarts acheteur-vendeur dans les marchés des pays du G 10, McCauley et Remolona (2000) pensent que la dimension critique d'un marché liquide avoisine \$100-200 milliards. En Asie, la Chine et l'Inde ont franchi ce seuil et la Corée et Taiwan s'en rapprochent. Cependant, l'exemple de l'Australie montre que, dans des conditions adéquates, une taille nettement inférieure peut assurer la liquidité, au comptant comme à terme (Australie

Côté offre :  
dimension  
du marché...

(2003)). Inversement, le seuil de \$100-200 milliards peut se révéler trop bas dans des circonstances moins favorables.

...et taille des émissions

La taille des émissions renseigne sur la profondeur du marché, elle-même indicateur de la liquidité, mais peut aussi accroître la liquidité en favorisant le négoce. En Asie, la taille moyenne d'une émission est négativement corrélée à l'écart acheteur-vendeur, ce qui signifie que la liquidité augmente avec la taille moyenne des émissions (graphique 3, cadre inférieur gauche). Là encore, la Chine et l'Inde se distinguent avec une moyenne supérieure à \$3 milliards. S'il est incontestable que la liquidité des marchés obligataires dépend de la taille de l'économie, une bonne gestion de la dette peut également y contribuer.

L'un des moyens d'augmenter la taille des émissions consiste à regrouper les dettes en jouant sur deux éléments : les échéances et les émetteurs publics. Pour les échéances, il s'offre un choix entre concentrer les émissions sur un nombre restreint d'obligations de référence et créer un continuum le long de la courbe des rendements. Les pays industrialisés à excédent budgétaire ont tendance à limiter les émissions à quelques obligations phares, pour en assurer la liquidité. Précisément, il devrait être possible d'accroître la taille des émissions phares en Inde, à Taiwan et en Thaïlande, où il n'y a pas de gros emprunts (du moins pour les composantes de l'indice ALBI de HSBC). Pour les émetteurs, leur multiplicité segmente le marché. Il pourrait être utile d'étudier la proposition (McCauley (2003)) d'unifier chaque marché des obligations d'État de l'Est asiatique en « surfinançant » les besoins budgétaires ; les fonds excédentaires seraient déposés auprès de la banque centrale, où ils se substitueraient aux engagements de cette dernière envers les opérateurs de marché.

Côté demande :  
élargissement  
de la base  
d'investisseurs...

Une base d'investisseurs étroite, dominée par le secteur bancaire, empêche le développement d'un marché secondaire liquide. En moyenne, plus de la moitié des titres de dette asiatiques sont détenus par des banques, soit une proportion nettement supérieure à ce qu'on observe dans les autres économies émergentes ou même dans les économies développées. Nous constatons que moins les détenteurs d'obligations sont nombreux, plus les écarts acheteur-vendeur sont larges, ce qui laisse à penser que la concentration de la détention, en Asie, limite la liquidité (graphique 3, cadre inférieur droit). Cette concentration se mesure à l'aide de l'indice Herfindahl-Hirschman, défini comme la somme des carrés des parts de marché ; plus il est élevé, plus le marché est concentré. Une participation accrue des investisseurs institutionnels et étrangers, notoirement absents (contrairement à ce qui se passe sur les places boursières de la région), pourrait contribuer à réduire cette concentration.

Les retenues à la source peuvent limiter l'intérêt des investisseurs étrangers pour les obligations asiatiques en monnaies locales (Takeuchi (2004)). Dans la plupart des économies, à l'exception de Hong-Kong RAS, cette fiscalité constitue un problème, même si l'on ne sait pas dans quelle mesure une telle perte de revenu d'intérêt ou les délais et difficultés de remboursement expliquent la faible participation des non-résidents. En Corée, il apparaît que la participation étrangère passe essentiellement par des positions longues en contrats à terme sur obligation d'État 3 ans plutôt que par

le marché au comptant. Les retenues à la source pourraient donc représenter le principal obstacle.

Les insuffisances des marchés de couverture, tels que swaps de taux et contrats à terme sur obligations d'État, ainsi que l'état embryonnaire des instruments de refinancement (pensions, par exemple) risquent de restreindre la liquidité des marchés obligataires d'Asie (Barclays (2003), Hohensee et Lee (2004)). Dans nombre d'économies, sauf à Hong-Kong RAS et à Singapour, les marchés des swaps sont soit peu développés, soit inactifs, sous l'effet de contraintes réglementaires et de l'absence de taux de référence fiables. Hong-Kong RAS, Singapour, la Corée, Taiwan, la Malaysia et l'Inde ont essayé les contrats à terme de place, mais une masse critique n'a été atteinte que pour les contrats à terme sur obligation coréenne 3 ans. Le développement des pensions n'est pas uniforme ; il rencontre souvent des obstacles réglementaires ou fiscaux. La plupart des transactions se font avec des banques centrales, et un petit nombre d'entre elles sont effectuées entre courtiers en Corée, en Malaysia et à Singapour. Alors que la couverture de change à terme sur le gré à gré est soumise à des restrictions pour la plupart des monnaies locales, les contrats à terme non livrables (NDF) pourraient, grâce à leur liquidité croissante, favoriser les marchés obligataires en monnaies locales en répondant à la demande de couverture des investisseurs étrangers (Ma *et al.* (2004)).

...et développement  
de marchés de  
couverture

#### *Liquidité en période de tensions*

Les mesures et les déterminants de la liquidité en situation normale ne s'appliquent peut-être plus dans un contexte de tensions, ce qui peut constituer un défi particulier pour les marchés asiatiques. Même les marchés obligataires matures peuvent être en difficulté en phase baissière, comme en 1994 ou à mi-2003 (Borio et McCauley (1996)). Les marchés de l'Est asiatique, caractérisés par leur petite dimension, leur liquidité moindre et leur base d'investisseurs peu diversifiée, risquent de rencontrer encore plus de problèmes en période de tensions.

La Corée et la Thaïlande corroborent la thèse selon laquelle les marchés, comme les institutions financières, peuvent faire l'objet de désengagements massifs (Borio (2000)). Le phénomène peut prendre naissance au centre du système, par exemple lorsque les courtiers s'inquiètent de leurs solvabilités et liquidités respectives (risque de contrepartie sur le gré à gré). Les cas récents montrent que le mouvement peut trouver son origine à la périphérie, chez les investisseurs finals : face à une chute des cotations suite à la hausse générale des taux ou au défaut inattendu de certains émetteurs, les investisseurs dans des établissements financiers non bancaires détenteurs d'obligations ont cherché à retirer leurs fonds. Ces établissements ont alors été contraints de liquider leurs portefeuilles d'obligations, d'où un assèchement de la liquidité sur l'obligataire (encadré)<sup>5</sup>.

Ruée sur  
les marchés  
obligataires

---

<sup>5</sup> Il reste à savoir si, en Asie, les systèmes de compensation et de règlement, dont on estime qu'ils n'atténuent pas toujours suffisamment le risque (Braeckvelt (2004)), contribuent au tarissement de la liquidité en période de tensions sur le marché.

## Volatilité et liquidité en Asie

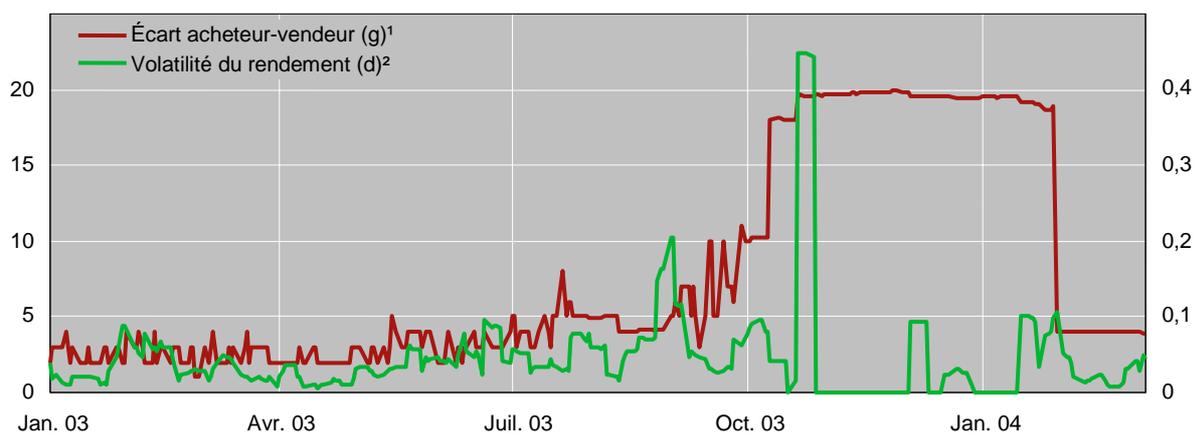
Début 2003, le marché obligataire coréen a connu sa troisième crise depuis la crise asiatique de 1997-98. Ces trois crises ont en commun les éléments suivants : faillite dans le secteur privé (Daewoo, Hyundai et SKGroup/LG Card), désengagement des ménages et des entreprises à l'égard des fonds obligataires, cessions massives d'obligations (d'État surtout), tarissement de la liquidité et finalement, intervention des pouvoirs publics.

Plus récemment, le repli des valeurs du Trésor EU durant l'été 2003 ainsi que des facteurs internes ont entraîné des poussées de volatilité sur les marchés obligataires en monnaies d'Asie et asséché la liquidité. Au second semestre 2003, les titres 10 ans en Chine, à Singapour, à Taiwan et en Thaïlande se sont tous moins bien comportés que leurs homologues américains.

En Chine, la hausse du coefficient de réserve en septembre, la montée de l'inflation et les anticipations d'une offre importante de titres d'État ont conduit à des désengagements majeurs sur un obligataire dominé par les banques commerciales. Les rendements 10 ans sont passés de 2,9 % en septembre à 3,9 % en novembre. Sous l'effet de cette hausse, la liquidité s'est évaporée sur le marché primaire et les émissions du Trésor ont été si mal accueillies que certaines ont été annulées.

Le repli des titres en bahts thaïlandais a été déclenché par la volatilité du marché du Trésor EU. Toutefois, des facteurs internes – assouplissement des restrictions sur les sorties de capitaux, incertitude sur le calendrier des émissions d'État et solides résultats du marché des actions – ont fait grimper les rendements du baht, même après la stabilisation du marché américain. La chute de la valeur de l'actif net des fonds obligataires a été prononcée en raison de l'absence d'instruments de couverture, de sorte que les investisseurs ont procédé à des retraits. Les fonds ont donc dû vendre des obligations pour faire face aux demandes de remboursement, ce qui a encore déprimé les cotations. La volatilité s'intensifiant à partir de juin, l'écart acheteur-vendeur a notablement augmenté, passant de quelque 3 points de base à 10 points de base, puis à près de 20 points de base (graphique ci-dessous). La tendance a aussi touché le marché du Trésor EU, dans des conditions volatiles, mais elle a été beaucoup plus ample et plus durable sur le marché thaïlandais (Kos (2003)). Le négoce est tombé de quelque 10 milliards de bahts par jour à moins de 1 milliard.

### Emprunt de l'État thaïlandais 2012 : volatilité du rendement et écart acheteur-vendeur



<sup>1</sup> En points de base. <sup>2</sup> Écart type de la variation journalière du rendement sur la semaine précédente.

Sources : Bloomberg ; HSBC ; calculs BRI.

## Rendement et rémunération

Les rendements des obligations en monnaies locales présentent une importante dispersion : ils peuvent aussi bien être supérieurs qu'inférieurs à ceux des titres du Trésor EU : les écarts s'échelonnent entre -270 et

+1 350 points de base. Pour leur part, les rendements de la dette souveraine asiatique en dollars EU sont uniformément plus élevés, avec un écart de 50 à 800 points de base (tableau 2). Les obligations en monnaies de Singapour, Taiwan et, depuis septembre 2003, Hong-Kong RAS se négocient à des taux inférieurs à ceux des titres du Trésor EU comparables. Cela est dû, pour Singapour et Taiwan, au bas niveau du taux directeur et à l'appréciation attendue de la monnaie face au dollar EU ; pour Hong-Kong RAS, où le rendement est habituellement supérieur, en raison du risque de décrochage de la monnaie, l'explication réside dans l'anticipation d'une appréciation du renminbi. En Chine et en Malaysia, les contrôles sur les mouvements de capitaux autorisent des rendements inférieurs à ceux des titres américains, malgré un change fixe avec le dollar EU et bien qu'aucune appréciation n'ait été attendue jusqu'en 2003. En Thaïlande, le bas niveau du taux directeur et les anticipations d'appréciation de la monnaie ont entraîné un repli des taux d'intérêt sur une grande partie de 2003, mais l'accélération de la croissance et l'atténuation du risque de déflation se sont traduites depuis peu par des pressions à la hausse sur les rendements locaux.

Rendements  
supérieurs ou  
inférieurs à ceux  
des titres du  
Trésor EU

Ces trois dernières années, investir dans ces instruments à rendement relativement élevé aurait dégagé une rémunération supérieure en termes de monnaies locales (tableau 2), surtout pour les obligations d'Inde et des Philippines, grâce aux plus-values, résultant du recul des taux, et à leurs rendements intrinsèquement meilleurs. Les obligations dont le taux était inférieur à celui des titres du Trésor EU comparables ont généralement offert des rémunérations moindres en monnaies locales.

Les cours de change par rapport au dollar ayant été, en moyenne, relativement stables sur la période, les rémunérations en monnaies locales se

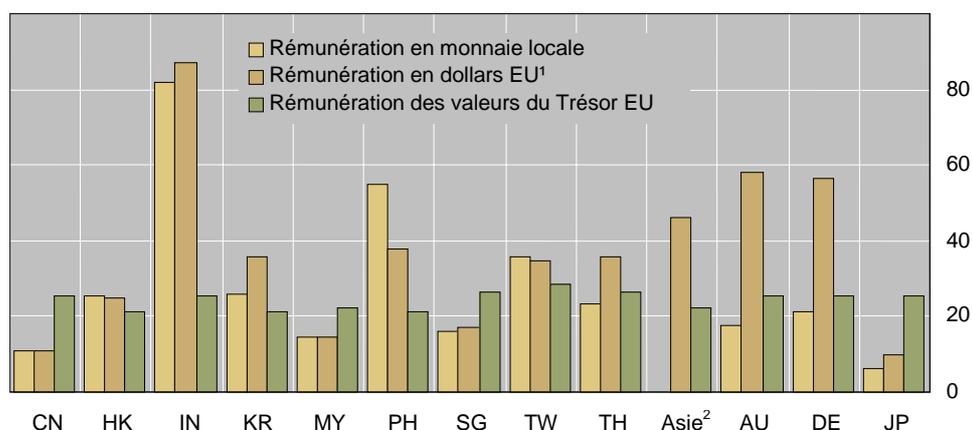
Obligations en monnaies d'Asie : prime et rémunération				
En %				
		Prime <sup>1</sup> 31 jan. 2001	Prime <sup>1</sup> 1 <sup>er</sup> mars 2004	Rémunération <sup>2</sup>
Chine	11 ans	-1,64 <sup>3</sup>	0,44	10,94
Corée	3 ans	0,93	2,64 <sup>4</sup>	25,99
Hong-Kong RAS	5 ans	0,61	-0,33	25,42
Inde	10 ans	5,45	1,29	81,65
Malaysia	10 ans	-0,01	0,69	14,30
Philippines	3 ans	11,94 <sup>5</sup>	9,60	54,88
Singapour	10 ans	-1,42	-0,71	16,16
Taiwan, Chine	10 ans	-0,04	-1,44	35,65
Thaïlande	10 ans	-0,27	0,42	23,20

<sup>1</sup> Par rapport au rendement du Trésor EU de durée correspondante. <sup>2</sup> Mesurée par l'indice HSBC en termes de monnaie locale ; sur la période janvier 2001-mars 2004. <sup>3</sup> 11 octobre 2001. <sup>4</sup> 27 février 2004. <sup>5</sup> 19 octobre 2001.

Sources : Bloomberg ; HSBC ; calculs BRI. Tableau 2

## Obligations en monnaies d'Asie : rémunérations comparées

Janvier 2001-mars 2004



AU = Australie ; CN = Chine ; DE = Allemagne ; HK = Hong-Kong RAS ; IN = Inde ; JP = Japon ; KR = Corée ; MY = Malaysia ; PH = Philippines ; SG = Singapour ; TH = Thaïlande ; TW = Taiwan, Chine.

<sup>1</sup> Hors couverture. <sup>2</sup> Pays représentés, sauf Japon.

Sources : Bloomberg ; HSBC ; calculs BRI.

Graphique 4

sont traduites par des rémunérations respectables en dollars EU. On le voit en comparant la rentabilité totale (hors couverture) en monnaies locales et en dollars EU des obligations d'Asie libellées en monnaies locales (chiffres HSBC) à celle des titres du Trésor EU (données de la Fédération européenne des associations d'analystes financiers – EFFAS). Puisque ces rémunérations ne sont disponibles que pour des indices, nous avons sélectionné l'indice EFFAS correspondant à la durée de chaque indice asiatique.

Rémunération supérieure à celle des titres du Trésor EU...

Entre janvier 2001 et mars 2004, la rémunération totale des obligations d'Asie en monnaies locales a dépassé celle des titres du Trésor EU (graphique 4) – 24 points de pourcentage environ pour l'indice ALBI de HSBC<sup>6</sup>. À l'exception de la Chine, de la Malaysia et de Singapour (où les rendements étaient généralement faibles et les monnaies stables), les obligations en monnaies locales ont affiché une rémunération en dollars EU supérieure à celle des titres du Trésor EU. L'appréciation du change a beaucoup contribué à la progression de la rémunération en Corée et en Thaïlande, qui a dépassé en dollars EU celle en monnaies locales de 10 à 13 points de pourcentage. Alors que la faiblesse du change a réduit le rendement en monnaie locale de 17 points aux Philippines, la perte de change a été largement compensée par des rendements plus élevés et des plus-values. Comme nous l'avons déjà signalé, ces facteurs sont responsables d'une hausse de la rémunération en Inde et, dans une moindre mesure, à Hong-Kong RAS sur les 39 mois étudiés<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> L'Asian Local Bond Index de HSBC, qui couvre la Corée, Hong-Kong RAS, l'Inde, la Malaysia, les Philippines, Singapour, Taiwan et la Thaïlande, est exprimé en termes de dollars EU. Il n'inclut pas la Chine, dont le marché obligataire n'est pas ouvert à l'investissement étranger.

<sup>7</sup> Voir Remolona et Schrijvers (2003) sur les obligations à plus haut risque et le rendement.

Sur la même période, les rémunérations des obligations asiatiques, en termes de dollars EU, n'ont pas atteint celles des titres en dollars australiens et en euros (l'écart avoisinant 10 points de pourcentage), à cause de l'appréciation de ces devises par rapport au dollar EU<sup>8</sup>. Les obligations asiatiques en dollars ont dégagé une meilleure rémunération que les obligations en yens.

...mais pas à celle des obligations en euros ou en dollars australiens

Comme les obligations asiatiques présentent un risque de crédit plus important, leur meilleure rentabilité ne les rendrait pas nécessairement attrayantes. Les notes de crédit attribuées à la dette souveraine asiatique sont généralement meilleures pour les titres en monnaies locales que pour ceux en dollars EU (Kisselev et Packer (2004)), ces derniers ayant tout de même avoisiné A/A2 durant la période observée, un bon résultat par rapport aux meilleures signatures souveraines européennes et australiennes. On a en outre observé une tendance à l'amélioration des notes en Asie, ce qui contribuerait à accroître les rémunérations.

Moindre qualité de crédit

## Conclusion

En Asie, depuis la crise, les marchés des obligations asiatiques en monnaies locales ont atteint une dimension importante. La liquidité varie largement d'une économie à l'autre ; le volume de l'encours et l'accroissement de la taille des émissions jouent en faveur de la liquidité ; en revanche, la concentration des portefeuilles chez des investisseurs qui conservent les titres jusqu'à leur échéance lui est défavorable. En conséquence, les initiatives destinées à réduire la segmentation (limiter le nombre d'émissions pour créer un gisement ou regrouper les emprunts de l'État et de la banque centrale) permettraient d'améliorer la liquidité, de même que les efforts visant à développer les marchés de couverture et à élargir la base d'investisseurs. Ces actions pourraient rendre les marchés obligataires en monnaies locales moins sensibles à un changement d'attitude des investisseurs ou à toute autre forme de tensions.

Investir sans couverture de change dans des obligations d'Asie en monnaies locales aurait, dans la plupart des cas, dégagé récemment une rémunération (en dollars EU) supérieure à celles d'investissements analogues dans des valeurs du Trésor EU, mais inférieure à celles des titres en dollars australiens ou en euros. Un tel résultat est essentiellement attribuable aux obligations à haut risque qui, tout en comportant, il est vrai, un plus grand risque de crédit, ont enregistré des plus-values.

---

<sup>8</sup> La question de la rentabilité est traitée du point de vue d'un investisseur en dollars, ce qui correspond à la situation la plus courante en Asie. Pour un investisseur en euros, le classement serait le même : c'est l'investissement sans couverture dans des obligations en euros ou en dollars australiens qui serait le plus rentable, suivi de celui en obligations asiatiques, puis en titres du Trésor EU.

## Bibliographie

Australia, Commonwealth of (2003) : « Statement 7 : budget funding », *Budget for 2003-04*, Canberra, mai.

Banque de Réserve d'Australie (2003) : « Bond market development in East Asia », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, décembre, pp. 1-8.

Barclays (2003) : « The Asian bond market : from fragmentation to aggregation », *Asian Rates and Credit Research*, Barclays Research, Singapour, septembre.

Borio, C. (2000) : « Liquidité de marché et tensions : aspects et implications », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 38-53.

Borio, C. et R. McCauley (1996) : « The economics of recent bond market volatility », *BIS Economic Papers*, n° 45, juillet.

Braeckeveld, F. (2004) : « Clearing, settlement and depository issues in Asia », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.

Comité sur le système financier mondial (2000) : *Market liquidity : research findings and selected policy implications*, BRI, mars.

Deutsche Bank (2003) : « Asian local bond markets », *Emerging Markets – Global Markets Research*, Singapour, juin.

Eichengreen, B. et P. Luengnaruemitchai (2004) : « Why doesn't Asia have bigger bond markets ? », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.

EMEAP (2003) : « EMEAP central banks to launch Asian Bond Fund », 2 juin.

EMEAP (2004) : « EMEAP central banks announce the initial structure of the Asian Bond Fund 2 », 15 avril.

Emerging Markets Traders Association (2004) : *2003 Annual Debt Trading Volume Survey*, 19 février.

Fernandez, D. G. et S. Klassen (2004) : « Choice of currency by East Asia bond issuers », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.

Fleming, M. J. (2003) : « Measuring treasury market liquidity », Banque de Réserve fédérale de New York, *Economic Policy Review*, septembre.

Hohensee M. et K. Lee (2004) : « A survey of hedging markets in Asia – a description of Asian derivative markets from a practical perspective », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.

Kisselev, K. et F. Packer (2004) : « Minding the gap in Asia : foreign and local currency ratings », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.

- Kos, D. (2003) : « Recent trends in US government debt markets », EMEAP Forum, Hong-Kong RAS, 15 décembre.
- Ma, G., C. Ho et R. McCauley (2004) : « Contrats à terme non livrables en monnaies d'Asie », présent *Rapport trimestriel BRI*, pp. 79-92.
- McCauley, R. (2003) : « Est asiatique : vers un marché unifié des obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, pp. 91-101.
- McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54-63.
- Mohanty, M. S. (2002) : « Improving liquidity in government bond markets : what can be done ? », *BIS Papers*, n° 11, juin.
- Remolona, E. et M. Schrijvers (2003) : « Quête de rendement : enseignements pour les gestionnaires des réserves », *Rapport trimestriel BRI*, septembre, pp. 69-78.
- Takeuchi, A. (2004) : « Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries », communication lors de la conférence Université de Corée/BRI, *Asian bond markets : issues and prospects*, Séoul, mars.