

3. Marché des titres de dette

Les émissions de titres internationaux sont demeurées très soutenues au **troisième trimestre 2004**, bénéficiant d'une baisse constante des taux longs, d'une reprise progressive généralisée et de l'engouement des investisseurs

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par catégorie								
En milliards de dollars EU								
	2002	2003	2003		2004			Encours à fin sept. 2004
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 010,4	1,472,3	303,6	458,9	520,9	351,9	324,6	12 778,7
Court terme ¹	1,7	75,3	-33,0	49,2	34,9	4,4	17,5	621,2
Papier commercial	23,7	83,3	-25,5	48,7	8,8	-3,4	25,8	445,3
Moyen et long terme ¹	1 008,7	1,397,0	336,5	409,7	486,0	347,5	307,1	12 157,5
Taux variable	197,9	392,1	98,0	153,4	154,5	167,4	132,8	3 278,3
Taux fixe	800,7	983,9	234,2	240,6	338,4	172,4	177,0	8 523,4
Titres sur actions	10,2	20,9	4,3	15,7	-6,8	7,7	-2,7	355,8
Économies développées	944,5	1,365,3	281,3	434,9	485,3	321,1	293,3	11 408,8
États-Unis	328,5	274,3	90,4	97,7	125,6	6,8	41,7	3 245,8
Japon	-22,7	-1,0	-3,7	7,9	6,5	11,0	0,7	282,5
Zone euro	479,1	768,7	124,6	223,4	231,7	216,1	139,2	5 531,2
Places franches	8,1	16,3	0,4	9,1	0,9	5,1	9,8	147,9
Économies émergentes	36,9	67,4	19,5	19,0	24,6	18,6	14,5	694,3
Établissements financiers	832,4	1,188,2	256,4	409,6	418,2	285,9	295,8	9 469,1
Secteur privé	697,1	983,3	209,8	349,2	340,7	237,5	233,6	7 982,2
Secteur public	135,4	204,9	46,6	60,4	77,5	48,4	62,2	1 486,9
Entreprises	55,1	113,1	21,7	40,9	7,2	11,3	10,5	1 517,6
Secteur privé	44,3	94,9	18,0	37,2	-0,4	7,8	10,2	1 267,7
Secteur public	10,8	18,2	3,7	3,7	7,6	3,5	0,2	249,9
États	102,0	147,8	23,0	12,5	85,5	47,6	11,3	1 264,2
Organisations internationales	20,9	23,2	2,4	-4,2	10,0	7,0	7,1	527,8
<i>Pour mémoire : Papier commercial domestique</i>	-99,1	-41,0	-36,6	8,2	57,9	-21,7	0,8 ²	1 927,1
<i>dont : aux États-Unis</i>	-91,4	-81,3	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	6,7	1 316,4

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 3.1

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2002	2003	2003		2004		
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	2 099,2	2 887,3	656,9	712,3	983,1	770,8	754,7
Long terme	1 164,7	1 612,9	343,6	405,0	570,3	404,4	409,5
Moyen terme	934,5	1 274,4	313,3	307,3	412,8	366,4	345,2
Taux variable	602,4	963,8	241,2	257,6	338,0	307,8	302,9
Taux fixe	1 454,0	1 835,4	388,9	428,1	627,7	444,7	440,6
Titres sur actions ¹	42,8	88,1	26,8	26,6	17,4	18,3	11,2
Dollar EU	985,0	1 172,4	285,8	268,6	357,2	257,4	260,6
Euro	806,3	1 289,1	271,8	316,9	478,8	379,6	370,6
Yen	88,3	102,9	24,5	29,0	29,3	33,8	23,6
Autres monnaies	219,7	322,9	74,8	97,7	117,8	100,0	99,9
Économies développées	1 891,9	2 623,4	602,8	657,4	907,4	696,2	683,3
États-Unis	648,2	739,6	184,7	173,7	249,4	167,8	172,5
Japon	40,3	48,3	10,2	18,5	20,4	19,8	12,9
Zone euro	866,1	1 294,5	275,5	326,1	439,3	356,3	324,4
Places franches	22,1	31,6	6,2	11,0	7,1	7,8	13,8
Économies émergentes	100,9	139,7	33,1	33,8	44,9	36,5	35,4
Établissements financiers	1 631,6	2 281,0	536,2	593,8	788,4	604,3	633,9
Secteur privé	1 361,3	1 913,8	451,1	506,5	660,9	515,4	519,7
Secteur public	270,3	367,2	85,1	87,3	127,5	88,9	114,1
Entreprises	211,5	271,2	67,0	68,8	62,0	72,3	62,6
Secteur privé	187,3	220,7	53,6	56,5	52,4	60,6	57,5
Secteur public	24,2	50,5	13,4	12,3	9,5	11,7	5,1
États	171,8	242,6	39,0	39,6	109,1	63,9	36,1
Organisations internationales	84,3	92,5	14,7	10,1	23,7	30,3	22,2
Émissions effectives	2 098,3	2 868,4	684,1	735,3	934,0	797,7	706,5
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	1 089,6	1 471,4	347,6	325,6	448,0	450,2	399,4

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

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

Tableau 3.2

pour un large éventail de signatures. En termes nets, elles ont totalisé \$325 milliards, contre \$352 milliards au deuxième trimestre (tableau 3.1). Ce léger repli s'explique par un recul des emprunts de la zone euro, du Japon et des économies émergentes, seulement en partie compensé par l'accroissement des appels de fonds en provenance des États-Unis et des places franches ; les mêmes tendances sont observables en termes d'émissions brutes (tableau 3.2). Dans les deux cas, les résultats sont en hausse par rapport à la même période de l'année précédente, pour le septième trimestre consécutif. Les données préliminaires pour octobre indiquent une poursuite du mouvement, avec un redémarrage des émissions brutes de signatures européennes et émergentes d'Asie. Pour les économies

émergentes, plus généralement, les conditions de financement ont favorisé la présence d'emprunteurs épisodiques et l'allongement des échéances.

Recul des emprunts d'Europe, mais activité en euro toujours forte

Baisse des
emprunts
européens...

Les emprunts nets d'Europe (hors PECO) se sont repliés de 26 % (à \$220 milliards, contre \$295 milliards au deuxième trimestre), sous l'influence à la fois d'une baisse des émissions et d'une augmentation des remboursements. Une moindre sollicitation de la zone euro, Espagne et Italie notamment, a été déterminante. Si cette baisse répond, pour les États, à un schéma saisonnier traditionnel, les entreprises et institutions financières ont, elles aussi, réduit leur collecte. Dans le cas des entreprises, ce ralentissement (de \$16 milliards à moins de \$3 milliards) s'est accompagné d'une chute des émissions brutes, au plus bas depuis fin 2002 – partiellement compensée, il est vrai, par un recours accru aux marchés locaux. Cependant, les données préliminaires pour octobre suggèrent une remontée, de 13 % environ, des emprunts bruts de la zone.

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par région¹ et monnaie

En milliards de dollars EU

		2002	2003	2003		2004		
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
États-Unis	Dollar EU	291,4	215,5	75,8	75,4	102,9	-26,0	8,5
	Euro	39,8	47,5	14,1	14,5	13,6	21,5	16,2
	Livre sterling	2,3	11,7	1,8	7,2	3,5	5,1	10,7
	Yen	-6,2	-1,5	-1,7	0,8	1,3	1,5	0,8
	Autres monnaies	1,2	1,0	0,4	-0,1	4,3	4,7	5,6
Zone euro	Dollar EU	36,1	87,9	23,0	24,9	18,2	34,8	10,0
	Euro	416,5	646,1	97,8	180,8	191,9	159,0	116,5
	Livre sterling	18,4	17,5	3,5	5,4	6,6	15,6	5,4
	Yen	-16,1	-12,1	-3,2	0,4	1,5	3,3	0,5
	Autres monnaies	24,2	29,4	3,6	12,1	13,7	3,3	6,7
Autres régions	Dollar EU	90,9	165,2	43,6	49,3	53,9	47,4	45,3
	Euro	66,4	140,2	28,1	37,0	71,3	40,8	66,7
	Livre sterling	41,8	70,9	11,7	26,2	21,6	22,6	12,7
	Yen	-20,9	9,4	-2,0	10,6	2,5	10,7	3,1
	Autres monnaies	24,6	43,6	7,1	14,6	14,3	7,5	15,9
Total	Dollar EU	418,4	468,6	142,4	149,5	175,0	56,1	63,8
	Euro	522,8	833,8	140,0	232,2	276,8	221,3	199,4
	Livre sterling	62,5	100,1	17,0	38,8	31,7	43,3	28,8
	Yen	-43,3	-4,3	-6,9	11,8	5,2	15,5	4,4
	Autres monnaies	50,0	74,0	11,2	26,6	32,3	15,6	28,1

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

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

Tableau 3.3

Pourtant, la part de l'euro est restée quasiment inchangée, avec respectivement 48 % et 61 % des émissions brutes et nettes (49 % et 63 % au deuxième trimestre ; tableau 3.3). Ce résultat s'inscrit dans un contexte de faiblesse relative de la collecte de fonds en dollars par les emprunteurs américains (voir ci-après) et d'engouement croissant pour la monnaie européenne hors de la zone euro, par les établissements financiers suisses et australiens notamment.

...mais part de l'euro inchangée

Reprise limitée des emprunts américains

Bien qu'en hausse, les emprunts de signatures américaines sont demeurés bien inférieurs aux niveaux de fin 2003 et début 2004. En termes d'émissions brutes signées, ils ont atteint \$240 milliards, montant comparable à celui du deuxième trimestre ; hors annulation de \$20 milliards en défaut sur la dette de WorldCom au deuxième trimestre¹, les emprunts nets se sont accrus, de \$27 milliards à \$42 milliards, par suite d'une baisse des remboursements. Ils ne représentent cependant que le tiers environ des chiffres du premier trimestre 2004 et restent bien modestes en regard de la moyenne trimestrielle de 2003 (\$69 milliards).

Un élément déterminant, valable pour les deuxième et troisième trimestres, a été la moindre demande des deux grandes agences de crédit hypothécaire (Fannie Mae et Freddie Mac). Pendant que leurs emprunts bruts combinés se réduisaient de \$63 milliards au deuxième trimestre à \$35 milliards, leurs emprunts nets passaient de +\$14 milliards (en quasi-totalité pour Fannie Mae) à -\$8 milliards (dont -\$12 milliards pour Freddie Mac). Ce repli est à l'image de leur évolution au plan national : leur recherche d'une croissance plus mesurée des bilans est, de fait, bien antérieure à l'engagement pris fin septembre par Fannie Mae auprès de son régulateur de renforcer rapidement ses fonds propres.

Moindre demande des deux grandes agences de crédit hypothécaire...

D'un autre côté, les levées de fonds des entreprises américaines sont restées soutenues. Leurs emprunts nets ont atteint \$8 milliards, contre \$5 milliards au deuxième trimestre (hors incidence du défaut de WorldCom) et \$4,5 milliards au premier. En termes bruts, leurs emprunts ont bondi de \$18 milliards à \$28 milliards, montant le plus élevé depuis le printemps 2002, et leur collecte sur le marché national s'est accrue de même (de \$121 milliards à \$161 milliards).

...mais hausse des emprunts d'entreprises

Émissions soutenues de titres spéculatifs

Comme lors des périodes antérieures, les signatures moins bien notées se sont empressées d'exploiter les conditions favorables : rétrécissement des marges, baisse des taux de défaut, goût du risque des investisseurs face aux faibles rendements des titres de qualité. En termes d'annonces, les émissions

¹ Dans les statistiques BRI, l'annulation d'une dette en défaut équivaut à un remboursement anticipé. Le tableau 3.1 indique donc \$6,8 milliards d'émissions nettes de signatures américaines au deuxième trimestre.

de signatures inférieures à BBB au sein des pays développés se sont légèrement accrues, pour atteindre un record, à près de \$13 milliards, soit, sur les trois premiers trimestres 2004, un montant supérieur au total de 2003 (graphique 3.1).

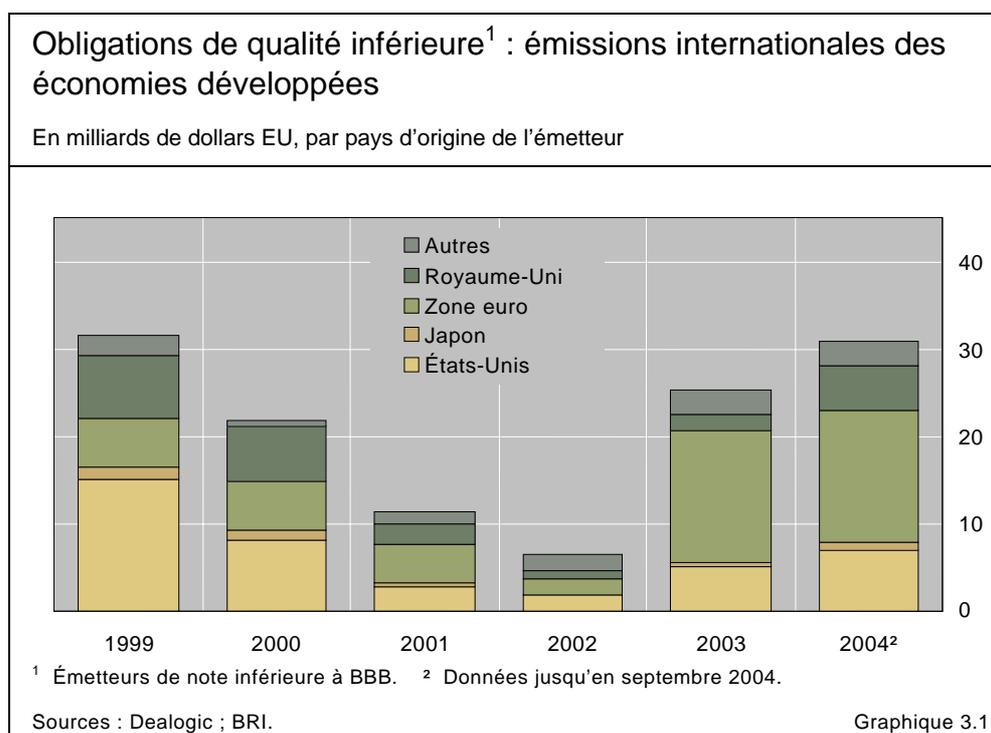
Cette hausse d'ensemble masque un ralentissement de la collecte réelle de fonds du secteur privé, le résultat incluant \$6 milliards de titres (en euros et en dollars EU) émis en juillet dans le cadre de la titrisation par le gouvernement allemand de ses prêts bilatéraux à la Russie. Sans cette opération, le volume des annonces est inférieur à celui du deuxième trimestre, mais reste supérieur au montant du premier, ainsi qu'à la moyenne de 2003.

L'activité des télécoms et du secteur technologique s'est ralentie par rapport au premier semestre. L'emprunteur le plus important a été Enterprise Products Partners des États-Unis (transport et stockage de gaz naturel), avec quatre émissions en dollars EU, fin septembre, pour un total de \$2 milliards, à des échéances comprises entre 3 et 30 ans. Comme lors des précédents trimestres, le marché a été nourri par des rachats par effet de levier, telle l'émission de €335 millions à 10 ans par Grohe, en Allemagne, début septembre.

Des taux stables favorisent les montages à taux fixe

Hors titres convertibles, la part des obligations et effets à taux fixe en dollars dans le total des annonces a atteint 72 %, contre 67 % au deuxième trimestre et 66 % au premier. Ce résultat peut s'expliquer par la plus grande stabilité des taux d'intérêt ; les anticipations concernant la politique de la Réserve fédérale des États-Unis ont privilégié un rythme graduel de resserrement, et non plus

Les émetteurs en dollars préfèrent les taux fixes...



une approche brutale (« Vue d'ensemble »). Les investisseurs se sont alors montrés plus disposés à s'engager aux taux pratiqués qu'à miser sur une hypothétique hausse des rendements monétaires à travers des placements à taux variable. Les emprunteurs, bénéficiant pour leur part d'un meilleur accès aux techniques de couverture de taux (comme les swaps) que les investisseurs, n'ont pas hésité à répondre à cette sollicitation.

Plus complexe a été la situation dans le secteur de l'euro. La part des émissions à taux fixe (hors titres convertibles) a certes progressé pour les entreprises (passant de 64 % au deuxième trimestre à 69 %), mais, globalement, elle a baissé, revenant à 47 %, après 50 % au deuxième trimestre et 64 % au premier. Outre la décrue saisonnière des emprunts d'État (à taux fixe pour l'essentiel), cette évolution traduit la hausse des émissions à taux variable des établissements financiers, banques du secteur public en particulier. Au cours des dernières années, les institutions financières de la zone euro ont fortement accru leurs emprunts à taux variable au second semestre, pour des raisons encore difficiles à expliquer.

...de même que les entreprises empruntant en euros

Les investisseurs toujours réceptifs aux économies émergentes

Stimulés par la baisse graduelle des primes de risque, qui avaient quasiment retrouvé fin septembre leur creux historique de janvier, les emprunts des économies émergentes sont restés dynamiques au troisième trimestre 2004. Avec \$38,7 milliards, le total des annonces laisse penser que le volume de l'année égalera le record de 1997.

Gros emprunts des économies émergentes...

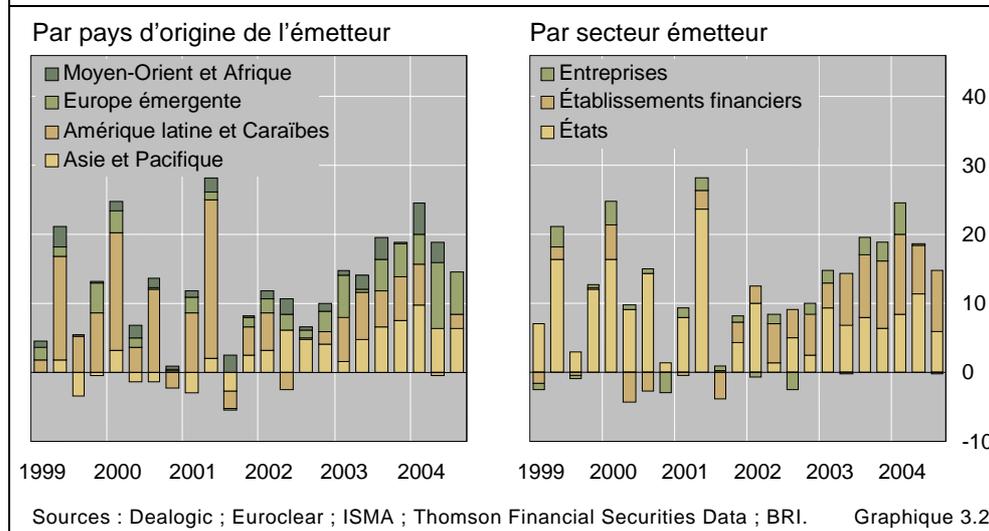
En termes nets, les émissions se sont inscrites à \$14,5 milliards, après \$18,6 milliards au deuxième trimestre et une moyenne de \$16,9 milliards en 2003 (graphique 3.2). Ce ralentissement s'est cependant accompagné d'un amenuisement des marges et d'un accueil toujours favorable des investisseurs aux moins bonnes signatures. Il convient donc de l'interpréter non comme une perte d'accès au marché, mais comme le signe d'une réduction des besoins, face à une stabilisation assez générale des soldes courants et budgétaires.

En Asie, les établissements financiers – entités publiques de Chine et de Corée en grande majorité – ont été les éléments moteurs, comptant pour \$3,9 milliards des \$6,4 milliards d'émissions nettes de la région. Plusieurs États souverains ont, par ailleurs, collecté des montants importants. Après plus d'un an d'absence, la République de Corée, qui dispose d'amples réserves de change, a placé en septembre \$1 milliard à 10 ans. En fait, cette initiative traduisait moins des besoins en devises que la volonté d'établir une référence pour les emprunteurs nationaux. La République des Philippines, plus présente sur le marché, a levé \$1,4 milliard avec deux émissions en dollars EU et une en euros. Néanmoins, les inquiétudes suscitées par son endettement croissant ont élargi la prime de risque par rapport à l'année précédente. Ainsi, une obligation de \$300 millions à 10½ ans, en septembre, était assortie d'un rendement à l'échéance de 9,37 %, soit 497 pb au-dessus du Trésor américain, contre seulement 401 pb pour un placement comparable en

...émetteurs d'Asie...

Titres de dette des économies émergentes : émissions internationales

Émissions nettes, en milliards de dollars EU



octobre 2003. Ce durcissement contraste avec la tendance générale à une contraction des primes payées par les économies émergentes ; en effet, l'indice EMBI Global de JPMorgan est revenu de 442 pb à 418 pb dans la même période. Avec un total pour 2004 atteignant d'ores et déjà \$4,1 milliards, le gouvernement des Philippines est de loin la signature souveraine la plus active de la région.

...établissements
financiers russes...

En Europe émergente, les établissements financiers russes et les signatures souveraines ont été les plus gros émetteurs nets. Malgré la crise bancaire récente et les problèmes de la compagnie pétrolière Ioukos, le secteur financier russe – essentiellement banques et unités de financement des entreprises des secteurs du pétrole, du gaz et de l'extraction minière – a continué d'être bien accueilli. Ses emprunts nets ont atteint \$2,6 milliards, sur un total de \$6,1 milliards pour la région. Sa forte présence caractérise les deux dernières années. En revanche, les signatures souveraines de la région, quoique toujours dynamiques, ont collecté moins de fonds que lors des deux trimestres précédents, marqués par l'adhésion de dix pays à l'Union européenne, le 1^{er} mai. La République de Turquie, principal emprunteur souverain de la région ces dernières années, est restée très active. Un rehaussement récent de sa note de crédit par Standard & Poor's (à BB-), une amélioration des fondamentaux et l'éventualité d'une adhésion à l'Union européenne ont amélioré ses conditions d'emprunt. En septembre, elle a lancé une obligation de €600 millions à 5 ans portant un rendement à l'échéance de 5,75 %, soit une prime de seulement 238 pb par rapport au *Bund*, contre 680 pb pour un placement semblable en janvier 2003. Dans le même mois, une obligation de \$1 milliard à 10½ ans était affectée d'un rendement de 7,58 %, soit une prime de 333 pb par rapport au Trésor EU, marge inférieure de 117 pb à celle d'un titre comparable émis un an auparavant. De même, la République de Chypre a été bien accueillie lors de son placement d'un effet de

€500 millions à 10 ans en juillet. Bénéficiant de l'accession du pays au statut de membre de l'UE et d'une notation A2/A – parmi les plus élevées chez les nouveaux adhérents –, le titre a été assorti d'une prime de l'ordre de 20 pb seulement par rapport au *Bund*. L'Ukraine s'est de même distinguée, avec une émission de \$500 millions à 5 ans.

Après des remboursements nets au deuxième trimestre (-\$0,4 milliard), les emprunts de l'Amérique latine sont redevenus positifs (\$2,0 milliards), soutenus par les établissements financiers mexicains et brésiliens, ainsi que par un petit nombre de souverains. Les emprunts nets des entreprises sont restés négatifs (pour le deuxième trimestre consécutif), les remboursements, de signatures brésiliennes en particulier, restant supérieurs à la collecte. Signe confirmant la réceptivité du marché à un large éventail de risques, la liste des emprunteurs souverains incluait non seulement des États habituels comme le Brésil et le Mexique (\$2 milliards d'annonces chacun), le Venezuela (\$1,5 milliard) ou la Colombie (\$500 millions ; voir note 3 p. 9), mais aussi des signatures plus rares. Ainsi, en juillet, la Jamaïque a placé €200 millions à 8 ans, la plus longue échéance euro-obligataire pour ce pays. À 11,1 %, soit environ 700 pb au-dessus de sa référence allemande, le rendement à l'émission était supérieur à celui d'autres souverains de la région notés B, comme l'Uruguay et le Venezuela. Ce même mois, la République orientale de l'Uruguay a émis une obligation indexée sur le dollar, d'échéance 1½ an, pour 7,4 milliards de pesos (soit \$250 millions). Fin septembre, la République du Guatemala a collecté \$330 millions à 30 ans, suivant de peu un placement semblable de \$286 millions par la République du Salvador.

...et souverains
d'Amérique latine

Allongement de l'échéancier pour les économies émergentes

Les conditions de financement généralement favorables sur l'ensemble de l'année ont permis aux emprunteurs des économies émergentes de drainer des sommes importantes, mais aussi d'allonger l'échéancier de leur dette (graphique 3.3).

L'échéance moyenne des titres internationaux émis par les économies émergentes aux deuxième et troisième trimestres 2004 n'est pas très éloignée du maximum de 9,4 ans atteint au premier trimestre. Sur les trois premiers trimestres 2004, elle est de 9 ans, pour l'ensemble des annonces (y compris sur le marché monétaire), alors qu'elle n'était que de 7,8 ans en 2003 et de 7,2 ans en 2002. Cet allongement est dû, pour une bonne part, aux emprunts publics (d'États souverains le plus souvent), dont l'échéance moyenne est de 12,2 ans, contre 9,8 ans en 2003.

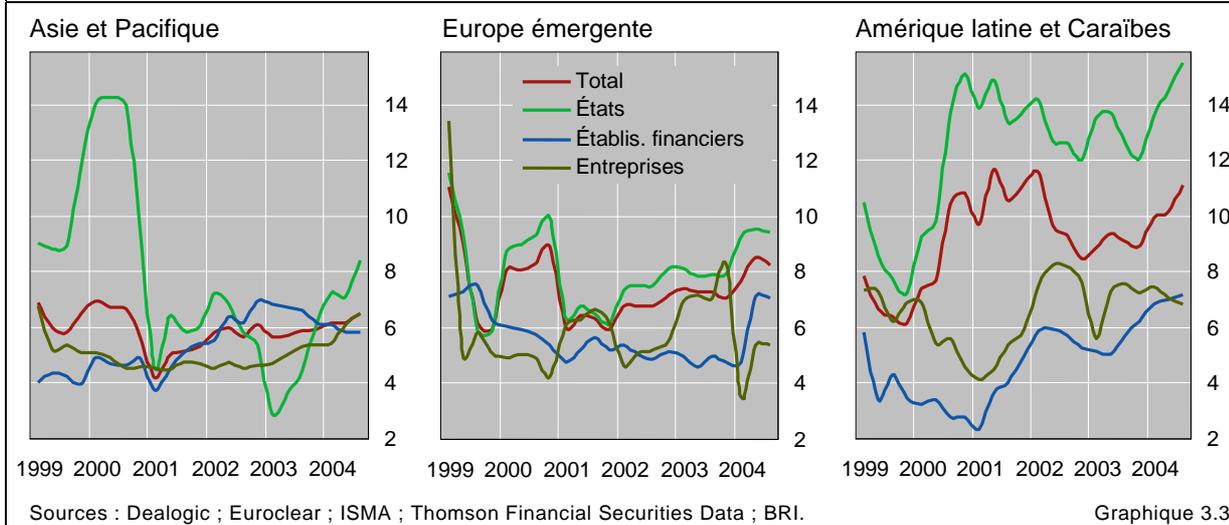
Les économies
émergentes
allongent leur
échéancier...

Cet allongement s'observe pour la plupart des régions et secteurs. Il est toutefois plus sensible pour l'Amérique latine, et surtout pour ses signatures souveraines, dont certaines ont émis à 30 ans avec succès. De ce fait, l'échéance moyenne des titres placés par les gouvernements d'Amérique latine est passée de 12,1 ans en 2003 au chiffre record de 16,5 ans sur les trois premiers trimestres 2004. Dans l'Europe émergente, l'accroissement pour

...notamment les
États d'Amérique
latine

Titres de dette des économies émergentes : échéance moyenne

En années ; moyenne mobile sur quatre trimestres



l'ensemble des signatures (de 7,0 à 8,8 ans) est attribuable, pour une partie, aux emprunteurs souverains et, pour une autre, aux établissements financiers, essentiellement ceux qui sont liés aux secteurs du pétrole et du gaz en Russie. Dans la région Asie et Pacifique, la tendance à l'allongement traduit surtout les placements à plus long terme des entreprises coréennes et de la République des Philippines.

