

3. Marché des titres de dette

Les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme se sont inscrites à \$1 055 milliards au **premier trimestre 2005**, en hausse de 7,3 % d'une année sur l'autre (tableau 3.1). Sur la lancée des émissions records de 2004, les emprunteurs ont continué d'être bien accueillis et de bénéficier de conditions de financement favorables, les primes restant faibles, malgré une remontée fin mars. Les signatures souveraines et les résidents de la zone euro ont été particulièrement actifs. Les émissions nettes ont aussi augmenté, passant de \$426,1 milliards à \$492,4 milliards (tableau 3.2). En progression dans la zone euro et dans les économies émergentes, elles ont diminué aux États-Unis et dans les places franches.

Nouvelle progression des émissions dans la zone euro

Augmentation des émissions dans la zone euro pour le troisième trimestre consécutif

Les émissions brutes des signatures de la zone euro ont augmenté pour le troisième trimestre consécutif (+48,8 %), sauf en Irlande et au Luxembourg. Cette expansion rapide de la collecte de fonds ne peut s'expliquer par des facteurs saisonniers ou des effets de change. Les émissions brutes de la zone euro tendent à être plus élevées en début d'année, mais l'essor a été particulièrement marqué (+22 % par rapport au premier trimestre 2004). En outre, l'euro s'est déprécié de 4,8 % face au dollar au premier trimestre : il s'agit donc bien d'un bond des opérations en euros des emprunteurs de la zone. Le total des émissions brutes (obligations à moyen et long terme et titres du marché monétaire), également en hausse, s'est établi à \$814 milliards.

Augmentation des émissions nettes aussi, malgré l'atonie économique

En termes nets, les émissions des signatures de la zone euro ont aussi beaucoup augmenté : 27,1 % pour les obligations à moyen et long terme et 39 % pour l'ensemble des titres de dette. Cela peut surprendre au vu de l'atonie persistante de l'économie ; l'évolution dans les divers pays reflète toutefois les performances des économies locales. Ainsi, c'est en Allemagne, où la croissance a été vigoureuse, que les émissions nettes ont progressé le plus, tandis que leur contraction en Italie et au Portugal a coïncidé avec un ralentissement de l'activité. Les fonds collectés ont peut-être également servi dans certains cas à restructurer les bilans, les opérations en faveur des actionnaires ayant commencé à se multiplier.

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2003	2004	2004				2005
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	2 885,3	3 300,9	983,1	768,8	726,1	822,9	1 054,5
Long terme	1 610,9	1 786,6	570,5	402,5	378,2	435,5	575,1
Moyen terme	1 274,4	1 514,3	412,7	366,4	347,9	387,4	479,5
Taux variable	962,7	1 257,3	337,4	306,4	285,2	328,2	346,9
Taux fixe	1 834,5	1 986,2	628,3	444,1	430,3	483,4	693,6
Titres sur actions ¹	88,1	57,4	17,4	18,3	10,5	11,2	14,1
Dollar EU	1 171,8	1 154,4	357,2	257,3	255,5	284,4	305,7
Euro	1 287,9	1 597,9	478,8	379,0	350,2	389,8	571,5
Yen	102,8	111,5	29,3	33,8	22,4	26,0	30,4
Autres monnaies	322,9	437,1	117,8	98,7	98,0	122,6	146,9
Économies développées	2 620,6	3 010,4	907,2	694,8	655,8	752,7	967,2
États-Unis	739,5	771,9	249,8	167,9	169,6	184,6	216,1
Zone euro	1 302,3	1 470,3	442,8	358,3	306,1	363,1	540,4
Japon	48,3	62,1	20,3	19,8	12,1	10,0	13,6
Places franches	31,7	41,7	7,2	7,0	13,9	13,5	11,6
Économies émergentes	140,5	151,7	45,1	36,7	35,0	34,9	46,3
Établissements financiers	2 280,4	2 687,3	788,5	603,5	606,5	688,9	854,5
Secteur privé	1 913,2	2 276,7	667,9	515,5	500,4	592,9	707,5
Secteur public	367,1	410,7	120,6	88,0	106,1	96,0	147,0
Entreprises	269,8	271,3	61,9	72,2	62,3	75,0	58,5
Secteur privé	217,7	231,4	52,8	60,6	57,0	60,9	55,1
Secteur public	52,1	39,9	9,0	11,5	5,3	14,0	3,4
États	242,6	245,2	109,1	62,9	35,9	37,3	112,0
Organisations internationales	92,5	97,1	23,7	30,3	21,3	21,8	29,5
Émissions effectives	2 866,5	3 304,5	934,4	796,5	708,9	864,8	1 009,5
Remboursements	1 478,1	1 744,5	449,6	453,1	403,0	438,7	517,1

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

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

Tableau 3.1

La part de l'euro a augmenté, passant de 59 % à 63 % des émissions nettes (tableau 3.3), en raison surtout d'une assez forte hausse des emprunts dans la zone euro, même si certaines signatures hors zone, notamment la République de Pologne (infra), ont aussi annoncé de grosses opérations.

La part des émissions nettes en euros atteint 63 %

On a observé un lien clair entre la vigueur d'une monnaie et sa part dans les émissions de titres de dette internationaux (étude ci-après « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission »). Pour l'euro, toutes choses égales par ailleurs, une appréciation de 10 % s'accompagne normalement d'un accroissement de 0,9 point de pourcentage du volume d'émission. Compte

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions nettes

En milliards de dollars EU

	2003	2004	2004				2005	Encours à fin mars 2005
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 388,4	1 560,1	484,7	343,3	305,9	426,1	492,4	13 380,1
Taux variable	384,3	639,5	152,4	163,5	129,7	193,9	99,5	3 646,3
Taux fixe	983,2	926,6	339,2	172,2	178,8	236,5	397,3	9 377,5
Titres sur actions	20,9	-6,1	-6,8	7,7	-2,7	-4,3	-4,4	356,2
Économies développées	1 283,2	1 432,8	447,5	311,4	276,6	397,3	456,9	11 936,1
États-Unis	258,5	218,6	115,4	4,2	34,9	64,0	62,2	3 300,7
Zone euro	733,1	781,7	215,8	205,6	139,8	220,5	280,9	5 940,7
Japon	-1,6	17,5	5,2	10,0	1,9	0,5	4,7	279,4
Places franches	16,3	22,2	0,4	4,4	8,5	8,9	2,5	154,5
Économies émergentes	66,3	82,2	25,8	18,8	15,0	22,6	30,8	751,3
Établissements financiers	1 104,0	1 303,9	385,0	275,0	278,0	365,8	389,6	9 888,0
Secteur privé	908,0	1 088,1	315,4	235,3	220,3	317,1	315,7	8 345,8
Secteur public	196,0	215,8	69,6	39,8	57,7	48,7	73,9	1 542,2
Entreprises	110,3	74,7	8,9	11,6	11,3	42,9	14,3	1 559,6
Secteur privé	90,3	55,9	2,6	5,9	12,6	34,8	22,3	1 310,5
Secteur public	20,0	18,8	6,3	5,7	-1,3	8,1	-8,1	249,1
États	151,5	158,7	79,9	47,9	10,8	20,1	86,3	1 394,3
Organisations internationales	22,6	22,9	11,0	8,8	5,8	-2,7	2,1	538,1

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

Tableau 3.2

tenu de son cours de change effectif élevé par rapport à la moyenne historique, l'augmentation des émissions libellées en euros n'a donc peut-être rien d'exceptionnel.

L'offre alimente la demande d'échéances éloignées

Grosse demande
d'actifs de longue
durée

La demande de titres à échéance longue s'est développée ces derniers mois, notamment en provenance des fonds de pension, en partie grâce aux mesures prudentielles et réglementaires prises dans certains pays pour réduire les écarts de durée entre les avoirs et les engagements des institutions financières. La tendance s'explique aussi par la recherche de meilleurs rendements, au prix d'un risque supérieur, étant donné le faible niveau des taux sans risque et de la rémunération des actifs de plus court terme. Cet attrait des échéances éloignées a fait revenir les rendements à long terme à des creux quasi historiques, voire en deçà. Quelques emprunteurs, profitant des conditions tarifaires favorables, ont donc commencé à émettre des titres à très longue échéance.

Plusieurs émissions
à échéance longue
dans la zone euro...

Les émissions internationales à 40 ans et plus ont atteint un nombre record au premier trimestre, même si leur valeur nominale totale (en

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		2003	2004	2004				2005
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
États-Unis	Dollar EU	203,5	131,1	102,1	-27,0	4,9	51,1	41,0
	Euro	41,0	48,5	6,0	20,2	14,9	7,4	12,8
	Livre sterling	11,8	22,5	1,7	5,4	10,6	4,7	5,2
	Yen	1,2	4,8	1,3	1,7	1,5	0,3	-1,2
	Autres monnaies	1,0	11,7	4,3	3,9	3,0	0,5	4,5
Zone euro	Dollar EU	75,8	57,6	6,4	25,5	9,8	15,9	15,4
	Euro	627,6	656,5	188,2	157,5	115,4	195,3	235,2
	Livre sterling	13,5	32,6	6,4	12,6	8,2	5,3	12,0
	Yen	-9,5	3,1	1,7	3,8	0,6	-3,0	5,0
	Autres monnaies	25,7	31,9	12,9	6,1	5,8	6,9	13,2
Autres régions	Dollar EU	162,6	191,0	48,5	54,1	41,1	47,4	41,0
	Euro	116,7	218,5	65,1	43,0	62,6	47,8	62,1
	Livre sterling	60,4	79,2	22,9	19,1	8,2	29,0	30,4
	Yen	12,1	19,3	3,6	9,5	5,2	1,0	0,0
	Autres monnaies	45,0	51,8	13,4	7,8	14,1	16,5	15,7
Total	Dollar EU	442,0	379,7	157,0	52,5	55,8	114,4	97,4
	Euro	785,2	923,5	259,4	220,8	192,9	250,5	310,1
	Livre sterling	85,8	134,2	31,1	37,1	27,0	39,0	47,6
	Yen	3,7	27,3	6,6	15,0	7,3	-1,7	3,8
	Autres monnaies	71,7	95,4	30,7	17,9	22,9	23,9	33,4

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

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

Tableau 3.3

dollars EU) est restée inférieure aux montants de fin 1997 et début 1998 (graphique 3.1). Pour beaucoup, elles ont été lancées par des signatures de la zone euro. L'Agence France Trésor est à l'origine de la plus importante, initialement prévue pour €3 milliards à 50 ans ; la demande s'est située bien au-delà, à €19,5 milliards, et, finalement, €6 milliards (\$7,9 milliards) ont été émis le 28 février avec une prime de 3 pb par rapport au titre de référence, l'obligation assimilable du Trésor (OAT) 30 ans. Il s'agit du plus gros montant collecté sur le marché des titres de dette internationaux pendant la période.

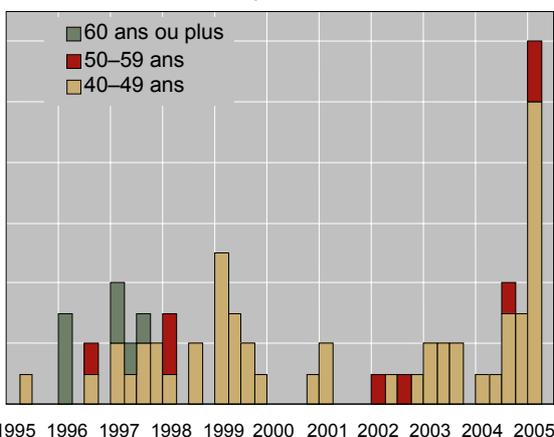
Parmi les autres grandes émissions à plus de 40 ans, la plus remarquable aura sans doute été celle de Telecom Italia, 45 ans, d'une valeur nominale de €850 millions, assortie d'une prime de 106,4 pb sur l'OAT 50 ans. Cette émission s'est démarquée à deux égards. Premièrement, seuls quelques emprunts à très longue échéance ont été émis par des entreprises durant la dernière décennie en Europe ou aux États-Unis, pour un montant généralement bien inférieur ; la raison en est la rareté des titres d'État de durée comparable permettant de couvrir le risque de taux. Deuxièmement, Telecom Italia est relativement mal notée (Baa2 par Moody's) par rapport aux habitués de ce compartiment. Comme le risque de crédit à long terme peut être

...notamment de
Telecom Italia

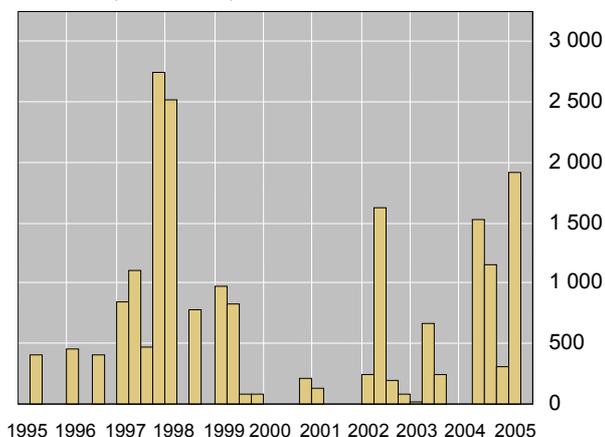
Titres de dette internationaux à long terme

Taux fixe, échéance 40 ans ou plus¹

Nombre d'émissions, par durée



Volume (annonces)²



¹ Hors émissions adossées à des actifs ou assorties de sûretés.

² En millions de dollars EU.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.1

particulièrement difficile à évaluer pour les entreprises dont la note est moyenne, la réussite de cette émission est un signe supplémentaire du goût accru des investisseurs pour le risque.

Bilan mitigé pour les émissions américaines et japonaises

Émissions américaines : forte hausse pour les établissements financiers, baisse pour les entreprises

Les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme des signatures américaines ont augmenté au premier trimestre 2005, mais restent inférieures au total enregistré un an auparavant. La hausse est due pour quelque 138 % aux établissements financiers. Fannie Mae et les Federal Home Loan Banks ont continué de compter parmi les plus gros emprunteurs, proposant chacun plusieurs opérations dépassant \$3 milliards de valeur nominale. Wells Fargo & Co et Goldman Sachs Group Inc. ont aussi lancé de gros emprunts.

En termes nets, la baisse des emprunts obligataires (-\$1,8 milliard) a été largement annulée par la forte hausse des émissions d'instruments à court terme par des établissements financiers, pour une progression globale de 50 %. Les émissions nettes des entreprises non financières ont, elles, reculé de 81 %.

Émissions japonaises : faiblesse persistante

Pour les signatures japonaises aussi, les émissions brutes ont augmenté sur le trimestre (+36 %), mais ont diminué d'une année sur l'autre (-33 %). En termes nets pourtant (\$4,7 milliards), elles ne sont que légèrement inférieures à leur montant du premier trimestre 2004 (\$5,2 milliards). En même temps, la part des émissions nettes en yens dans le total international, tout en restant négligeable (0,8 %), a recommencé à croître. Cette augmentation des émissions, nettes et brutes, ne peut être attribuée à des effets de change, le yen s'étant déprécié de 4 % face au dollar.

Comme précédemment, les banques et les constructeurs automobiles ont compté parmi les principaux émetteurs japonais. Ainsi, Resona Bank Ltd.,

cinquième banque au Japon, a lancé sa première opération en euros : une obligation 10 ans pour un montant de €1 milliard, annoncée à la mi-février ; l'émetteur a pu profiter de la vigueur continue de la demande de titres notés BBB sur le marché en euros, avec une prime de 63 pb par rapport au taux moyen des swaps.

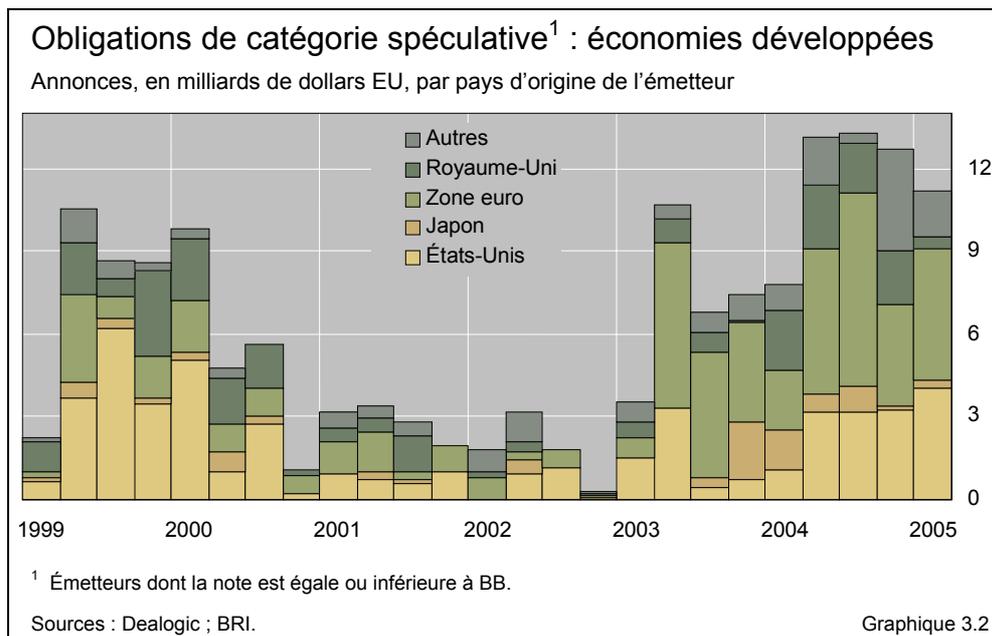
Les émissions à haut rendement continuent de profiter d'un goût du risque prononcé

Les emprunts de signatures à haut rendement des économies développées ont continué de bénéficier de conditions de financement favorables en janvier et février, les primes chutant à 271 pb et 234 pb pour les indices de Merrill Lynch États-Unis et Europe, respectivement. En mars, plusieurs mauvaises nouvelles concernant le secteur automobile et la menace croissante d'un abaissement de la note de General Motors et Ford à la catégorie spéculative ont élargi les primes d'environ 80–90 pb, les marchés de la dette sombrant manifestement dans le pessimisme (« Vue d'ensemble »). Pourtant, les émissions brutes (\$11,2 milliards) n'ont que très peu diminué par rapport aux trois trimestres précédents et sont restées à un niveau jamais observé entre 1999 et 2003 (graphique 3.2).

Poursuite de conditions favorables pour les émissions à haut rendement

Les principales émissions d'entreprise sont venues de divers secteurs : extraction minière, exploitation forestière, télécommunications, aérospatiale et textile. Sur le plan géographique, les emprunts les plus importants émanaient de la zone euro, où le total des émissions a atteint \$4,7 milliards. Y figuraient notamment trois entreprises françaises, dont deux notées CCC+ par Standard & Poor's : Ray Acquisition SCA, société d'équipement électronique (€600 millions, soit \$795 millions), et Rhodia SA, groupe chimique (€500 millions, soit \$650 millions, à 5 ans). En Amérique du Nord, c'est Novelis Inc., filiale métallurgique canadienne d'un groupe des États-Unis, qui a signé la

Plusieurs grosses émissions d'entreprises françaises



plus grosse émission (\$1,4 milliard) fin janvier, avec une obligation 10 ans notée B/B1, libellée en dollars EU et assortie d'une prime de 309 pb par rapport au Trésor EU 10 ans.

Fort progression des emprunts des économies émergentes avec le relèvement des notations

Record d'émissions brutes du monde émergent

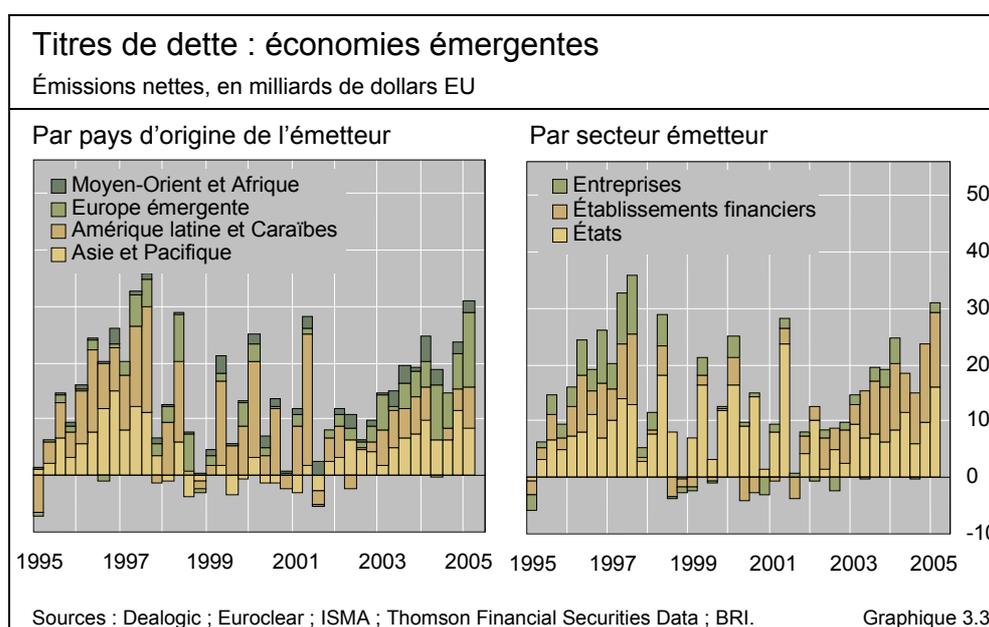
Les émissions brutes des économies émergentes ont augmenté de 32,7 %, pour s'inscrire à leur niveau le plus élevé depuis 1997. La progression est d'autant plus spectaculaire, y compris corrigée des facteurs saisonniers, qu'elle fait suite à un record en 2004. Manifestement, l'intérêt des investisseurs ne s'est pas émoussé, même lorsque les marchés de la dette ont commencé à perdre de leur élan en fin de trimestre. L'effet conjugué d'une amélioration générale des données macroéconomiques fondamentales et de la faible aversion des investisseurs à l'égard du risque a ramené les primes de l'indice EMBI+ de JPMorgan Chase à un niveau historiquement bas le 8 mars. En outre, malgré une hausse de 54 pb ensuite, les primes étaient à peu près égales, en fin de trimestre, aux niveaux d'avant la crise asiatique.

Les signatures européennes obtiennent le plus de fonds nets

En termes nets aussi, les émissions ont augmenté sur le trimestre (+36,3 %) et d'une année sur l'autre, pour l'essentiel du fait des signatures d'Europe émergente et, dans une moindre mesure, d'Amérique latine (graphique 3.3). En Asie, par contre, elles ont diminué. À la différence du trimestre précédent, les emprunts souverains ont dépassé ceux des établissements financiers.

Grosses opérations de signatures coréennes

Au premier trimestre, les plus gros emprunts d'Asie sont surtout venus de Corée, avec deux émissions en euros et deux en dollars EU. Des informations de marché laissent penser que la part de l'euro dans la dette coréenne est relativement faible par rapport à celle du dollar. La Korea Development Bank, notée A- par Standard & Poor's et A3 par Moody's, a lancé une obligation 5 ans à taux variable en euros, d'un montant de €500 millions (\$655 millions) ;



placée le 7 février, elle comportait une prime de 30 pb sur Euribor 3 mois. Korea First Mortgage No 4 Plc. a également émis pour €500 millions d'obligations en euros adossées à des prêts hypothécaires.

La République des Philippines a été à l'origine de la plus grosse émission d'Asie. Le marché étant préoccupé par la situation budgétaire du pays ces derniers trimestres, le gouvernement a réduit sa collecte. Pourtant, avant de faire l'objet d'un déclassement de deux crans par Moody's en février, il a pu monter, le 2 février, une émission à 25 ans pour \$1,5 milliard en dollars EU.

En Amérique latine, les signatures mexicaines et brésiliennes ont été les principaux émetteurs nets (\$3,6 milliards et \$2,6 milliards, respectivement). En outre, les entreprises mexicaines ont été les seuls débiteurs privés à collecter des fonds en termes nets. Comme en Asie, deux des plus gros emprunts étaient libellés en euros, l'un souverain et l'autre émanant d'une compagnie pétrolière publique. Le premier, d'un montant nominal de €1 milliard, était proposé par la République du Venezuela (obligation 10 ans assortie d'un coupon de 7 %). Le second, du même montant, était un bon à moyen terme émis par Pemex Project Funding Master Trust (et garanti par Petroleos Mexicanos-PEMEX). Le gouvernement du Brésil a lancé deux obligations en dollars EU (\$1,25 milliard et \$1 milliard) le 4 février et le 7 mars, respectivement. Le 4 janvier, le gouvernement mexicain a annoncé une émission à 10 ans en dollars EU pour \$1 milliard avec une prime de 145 pb par rapport aux valeurs du Trésor EU 10 ans. Peu après, la notation de la dette souveraine du Mexique a été rehaussée par deux grandes agences : Moody's (de Baa2 à Baa1, le 6 janvier) et Standard & Poor's (de BBB- à BBB, le 31 janvier).

Activité dynamique des gouvernements vénézuélien, mexicain et brésilien

La Pologne, la Turquie et la Hongrie ont été les principaux émetteurs souverains d'Europe émergente. Le 18 janvier, la République de Pologne a lancé un bon à moyen terme, libellé en euros, de €3 milliards. Il s'agit du plus important emprunt obligataire international du gouvernement polonais (par le passé, les annonces de volume comparable portaient sur des tranches multiples). Une émission d'un tel montant peut s'expliquer par la volonté de satisfaire aux critères d'éligibilité pour le marché Euro MTS, sur lequel pourront intervenir les émetteurs polonais une fois que le pays fera partie de la zone euro. La République de Turquie a émis une obligation en dollars EU pour \$2 milliards, et la République de Hongrie une autre pour \$1,5 milliard. Ces deux gouvernements ont aussi annoncé des émissions en euros d'un montant de €1 milliard chacune.

La Pologne signe une émission record de €3 milliards

L'Afrique du Sud, l'Argentine, le Chili, l'Inde, l'Indonésie, la Russie, la Turquie et le Venezuela ont bénéficié d'un rehaussement de leur note par au moins une des grandes agences, confirmation supplémentaire des conditions plus favorables pour nombre d'emprunteurs émergents. La dette souveraine de la Russie, en particulier, est entrée, le 31 janvier, dans la catégorie investissement, Standard & Poor's ayant relevé sa note de BB+ à BBB-. Les marchés anticipant généralement un tel rehaussement (encadré), les primes de la Russie se sont fortement contractées en 2004.

Plusieurs autres souverains bénéficient d'un rehaussement de leur note

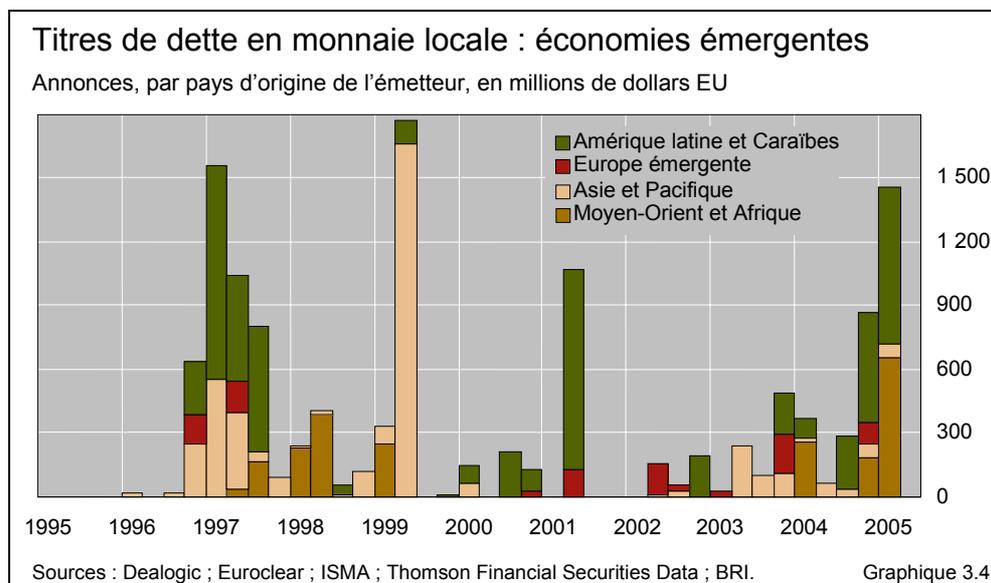
Hausse des émissions en monnaie locale des économies émergentes

Poursuite de la hausse des émissions en monnaie locale

Les émissions internationales en monnaie locale dans les économies émergentes ont fortement augmenté et se situent au plus haut (en dollars EU) depuis le deuxième trimestre 1999 (graphique 3.4). Elles connaissent d'ailleurs une progression régulière depuis fin 2003, les investisseurs se montrant plus réceptifs puisque les rendements sur la plupart des emprunts souverains et obligations d'entreprise sont tombés à des niveaux très bas.

L'augmentation des émissions en monnaie locale a été constatée dans la région Asie et Pacifique, en Amérique latine et pour le groupe Moyen-Orient et Afrique. La forte hausse en Afrique, de \$186,7 millions au trimestre précédent à \$653 millions, est le fait de deux signatures sud-africaines : Aveng Ltd., holding industriel qui a lancé une obligation convertible, et The Thekwini Fund 5 (Pty) Ltd., qui a émis plusieurs tranches de titres hypothécaires. En Amérique latine, la République de Colombie a émis deux obligations en monnaie locale, avec coupon payable en dollars EU. Par contre, l'Europe émergente n'a proposé aucune émission en monnaie locale, même si les investisseurs étrangers ont placé des montants substantiels sur les marchés obligataires domestiques.

Dans l'ensemble, la part des émissions en monnaie locale dans les économies émergentes demeure assez restreinte et il reste à savoir si cette hausse récente sera durable, notamment face à un moindre goût du risque chez les investisseurs mondiaux.



Changement de note souveraine et prime sur obligations

Blaise Gadanecz

Si l'incorporation des futurs changements de note dans les primes a déjà été analysée pour les *entreprises*, elle n'a guère fait l'objet d'études pour les crédits *souverains* du monde émergent. De plus, les études réalisées portent essentiellement sur les marchés secondaires. Nous examinons ici la relation entre les primes à l'émission des obligations souveraines des économies émergentes et les variations ultérieures des notes attribuées par Standard & Poor's. Nous montrons qu'une relation significative peut être établie empiriquement et nous y voyons la preuve que les changements de note souveraine sont anticipés dans les primes. Cet effet n'est toutefois observable que lorsque le changement de note fait franchir le seuil de signature de qualité.

Nous adaptons l'approche développée par Carey et Nini (2004) pour les emprunts d'entreprise^①. Nous régressons les primes des obligations souveraines à l'émission sur divers déterminants des prix établis par les études antérieures et sur des variables retraçant tous les changements de note dans l'année suivant l'émission. Des variables muettes permettent de distinguer les changements de note impliquant le franchissement du seuil, si important aux yeux des investisseurs, de signature de qualité (le pays débiteur est relevé de la catégorie spéculative à celle d'investissement, ou inversement), et les autres. Pour tenir compte de l'asymétrie de réaction des marchés (démontrée par des analystes)^②, nous étudions les relèvements et les déclassements de manière séparée.

Obligations souveraines : prime à l'émission et changements de note ultérieurs

Variable expliquée : prime (en pb) sur obligations souveraines	Effet sur la prime		Nombre de cas
	Coefficient	(Écart type)	
Relèvement simple	26,1	(17,4)	136
Déclassement simple	31,9*	(16,4)	148
Relèvement de catégorie spéculative à catégorie investissement	-141,9***	(32,0)	20
Déclassement de catégorie investissement à catégorie spéculative	89,7**	(39,6)	25
Nombre total d'observations			482
R ² ajusté		0,59	
R ² ajusté sans contrôle des changements de note		0,57	

Estimations obtenues par régression MCO ; période d'échantillon : 1993–2003. ***, ** et * : chiffres significatifs aux niveaux de 1 %, 5 % et 10 %. Dans 153 cas, aucun changement de note n'a eu lieu dans l'année suivant l'émission. En plus des variables muettes retraçant les changements ultérieurs de note, plusieurs variables explicatives habituelles ont été incluses dans la régression : montant de l'obligation, durée, garanties, sûretés, risque de change, indice EMBI des primes souveraines, ainsi que les indicateurs de solvabilité et de liquidité du pays emprunteur au moment de l'émission.

Les résultats de ces régressions (tableau) permettent de déduire que les changements de note souveraine sont anticipés dans les primes au moment de l'émission : un déclassement (un relèvement) ultérieur de la note impliquant un franchissement du seuil de signature de qualité est systématiquement associé à une prime plus élevée (plus faible) à l'émission : 90–140 pb. Ceci suggère que les investisseurs intègrent l'information sur la qualité de crédit dans les prix avant les changements de note, en exigeant une rémunération supérieure (inférieure) par anticipation de futurs risques de défaut plus (moins) élevés^③. À l'inverse, les changements de note sans franchissement du seuil ne semblent pas être anticipés dans les primes. L'importance du seuil pourrait s'expliquer par ce qu'il implique en termes d'éligibilité du débiteur à figurer dans un indice ou une classe d'actifs sur lesquels les investisseurs prennent des positions.

^① Carey et Nini, « Is the corporate loan market globally integrated ? A pricing puzzle », Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale, *International Finance Discussion Paper*, n° 813, août. ^② Par exemple : M. Micu, E. M. Remolona et P. D. Wooldridge, « Incidence des annonces relatives à la notation sur les primes des contrats dérivés sur défaut », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2004. ^③ Les résultats pourraient aussi refléter des changements de note publiés par d'autres agences (Moody's par exemple) au moment de l'émission ou des changements des perspectives de note annoncés par n'importe quelle agence. Nous n'avons pas examiné de telles possibilités.