

3. Marché des titres de dette

Les titres de dette ont continué de susciter un intérêt assez vif au **deuxième trimestre 2005**, malgré les turbulences émanant du secteur de la construction automobile aux États-Unis. Les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme ont un peu diminué, conformément à la tendance saisonnière, mais elles ont progressé de 27 % par rapport à la même période de l'an dernier (tableau 3.1), alimentées par les emprunts des résidents japonais, en hausse, et de ceux de la zone euro, toujours substantiels. Les émissions nettes ont baissé de 4 %, tout en restant généralement supérieures à celles du deuxième trimestre 2004 (tableau 3.2).

Après plusieurs trimestres de forte activité, les émissions à haut rendement des économies développées ont brutalement chuté en avril et mai – trahissant l'incertitude accrue qui a suivi la rétrogradation de General Motors et de Ford – pour rebondir en juin. La plupart des signatures émergentes n'ont guère été touchées par ces turbulences : leurs émissions brutes ont encore augmenté, poursuivant le rythme record enregistré depuis 2003.

Vigueur persistante des émissions dans la zone euro

Dans la zone euro, progression des émissions brutes...

Les émissions brutes à moyen et long terme des signatures de la zone euro ont augmenté de 1,2 %, à €418 milliards, soit nettement plus que la tendance saisonnière – repli de 16 % en moyenne entre les premier et deuxième trimestres (encadré). Exprimées en dollars EU, toutefois, elles ont baissé de 4,8 %, du fait de la dépréciation de l'euro vis-à-vis de la monnaie américaine.

...et nettes, largement tirée par les emprunteurs d'Allemagne

En termes nets, les émissions de la zone euro ont en réalité progressé de 2,6 %, à \$289 milliards, et représentent 61 % du total. En Allemagne, les bons indicateurs économiques ont permis d'enregistrer la deuxième hausse d'affilée. Elles ont également augmenté en Espagne, alors qu'elles ont baissé aux Pays-Bas et en France. Dans ce dernier pays, les établissements financiers et l'État ont réduit leur activité, contrairement aux entreprises, dont les emprunts nets sont passés de -\$2,6 milliards au premier trimestre à \$4,7 milliards.

Émission historique en dollars de l'État allemand

L'élément le plus notable sans doute a été l'emprunt obligataire 5 ans en dollars lancé le 1^{er} juin par la République fédérale d'Allemagne. Sa valeur nominale de \$5 milliards en fait l'un des plus gros montants en dollars jamais

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2003	2004	2004			2005	
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	2 885,2	3 300,7	768,7	726,1	822,8	1 074,9	975,7
Long terme	1 610,8	1 786,5	402,5	378,2	435,4	593,9	532,1
Moyen terme	1 274,4	1 514,3	366,3	347,9	387,4	480,9	443,6
Taux variable	962,6	1 257,3	306,4	285,2	328,2	336,9	410,8
Taux fixe	1 834,5	1 986,1	444,0	430,3	483,3	723,5	558,2
Titres sur actions ¹	88,1	57,4	18,3	10,5	11,2	14,5	6,6
Dollar EU	1 171,8	1 154,4	257,3	255,5	284,4	313,6	299,1
Euro	1 287,8	1 597,8	379,0	350,2	389,8	570,1	530,4
Yen	102,7	111,4	33,8	22,4	25,9	30,5	27,0
Autres monnaies	322,9	437,1	98,7	98,0	122,6	160,8	119,2
Économies développées	2 620,5	3 010,3	694,7	655,8	752,6	952,0	883,9
États-Unis	739,9	771,9	167,8	169,7	184,7	215,2	176,5
Zone euro	1 302,5	1 469,8	358,2	306,1	363,1	531,2	505,6
Japon	48,3	62,0	19,8	12,1	9,9	13,9	14,9
Places franches	32,0	41,3	7,0	13,9	13,5	11,7	12,7
Économies émergentes	140,2	152,0	36,7	35,0	34,9	82,9	50,2
Établissements financiers	2 282,0	2 687,2	603,4	606,5	688,8	840,0	810,5
Secteur privé	1 913,3	2 276,5	515,4	500,4	592,8	696,7	674,1
Secteur public	368,7	410,7	88,0	106,1	96,0	143,3	136,4
Entreprises	268,2	271,3	72,1	62,3	75,0	58,3	55,5
Secteur privé	217,8	231,4	60,6	57,0	60,9	54,9	42,0
Secteur public	50,4	39,9	11,5	5,3	14,0	3,4	13,5
États	242,6	245,2	62,9	35,9	37,3	148,3	80,7
Organisations internationales	92,5	97,1	30,3	21,3	21,8	28,3	28,9
Émissions effectives	2 866,3	3 304,3	796,4	708,9	864,7	1 014,3	998,0
Remboursements	1 502,6	1 752,1	456,8	405,0	439,8	521,7	524,5

¹ Obligations convertibles ou à bon de souscription d'actions.
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.1

émis par un emprunteur souverain ou supranational. Assorti d'une prime de 12 pb par rapport au Trésor EU mai 2010, cet emprunt, compte tenu des taux des swaps, a probablement été moins coûteux que s'il avait été émis en euros.

Les signatures souveraines ont émis les plus gros montants, la Grèce et la Finlande collectant €5 milliards chacune. L'emprunt grec 5 ans, clôturé le 20 avril, ciblait essentiellement les non-résidents ; assorti d'une prime de 13 pb au-dessus du Bobl allemand avril 2010 – inférieure donc à celle des autres emprunts grecs courant 2005 –, il semble pourtant avoir reçu un accueil tiède, peut-être dû aux montants substantiels déjà obtenus par la Grèce en 2005, à la relative difficulté du placement d'émissions à échéance moyenne et au regain

Présence d'autres souverains de la zone euro, dont la Grèce

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

En milliards de dollars EU

	2003	2004	2004			2005		Encours à fin juin 2005
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 363,7	1 552,2	339,6	303,9	424,9	492,5	473,5	13 392,2
Taux variable	384,2	637,3	161,3	129,7	193,9	99,9	236,8	3 714,5
Taux fixe	958,6	921,1	170,6	176,8	235,4	397,1	242,1	9 338,8
Titres sur actions	20,9	-6,2	7,7	-2,7	-4,4	-4,5	-5,4	338,9
Économies développées	1 282,5	1 432,6	311,3	276,6	397,1	459,3	444,8	11 889,2
États-Unis	258,9	218,5	4,2	34,8	64,1	64,4	45,7	3 306,9
Zone euro	733,4	780,8	205,1	139,8	220,4	282,1	289,4	5 878,1
Japon	-1,6	17,4	10,0	1,9	0,4	4,9	-0,6	270,0
Places franches	16,5	21,4	4,4	8,5	8,9	2,6	8,0	161,2
Économies émergentes	42,3	75,3	15,1	13,0	21,6	28,7	15,2	816,8
Établissements financiers	1 105,1	1 302,5	275,0	277,0	365,5	392,2	419,7	9 930,3
Secteur privé	907,4	1 087,2	234,7	220,3	316,8	317,4	349,5	8 379,6
Secteur public	197,7	215,2	40,3	56,7	48,7	74,8	70,2	1 550,7
Entreprises	108,5	75,7	11,5	12,3	42,9	13,9	10,8	1 504,2
Secteur privé	90,1	55,9	5,9	12,6	34,8	21,9	3,4	1 271,1
Secteur public	18,4	19,8	5,7	-0,3	8,1	-8,1	7,4	233,1
États	127,6	151,2	44,3	8,8	19,2	84,5	37,4	1 432,7
Organisations internationales	22,5	22,9	8,8	5,8	-2,7	2,0	5,5	524,9

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

Tableau 3.2

d'incertitude des marchés financiers de la zone euro après le rejet de la Constitution européenne par les Français et les Néerlandais lors des référendums du printemps. Il convient de préciser que cette émission achevait le programme de financement de l'État grec pour 2005.

D'autres souverains, comme la République d'Autriche (€4,5 milliards) ou la Caisse d'amortissement de la dette sociale et le Kreditanstalt für Wiederaufbau (€4 milliards chacun), ont émis d'importants montants en euros. German Postal Pensions Securitisation plc. (caisse de retraite des trois entreprises issues de la privatisation de la poste allemande) a lancé la plus grosse opération privée : d'un montant de €3,5 milliards, elle était garantie par les recettes escomptées.

Fléchissement continu des émissions nettes américaines

Malgré plusieurs annonces par des établissements financiers...

Les émissions d'obligations à moyen et long terme des signatures américaines ont baissé de 18 % ; en termes bruts cvs, toutefois, elles ont progressé de 8,4 %. Les établissements financiers sont restés les plus actifs, avec 95 % du total émis. Fannie Mae a signé plusieurs grosses opérations (infra), de même que Federal Home Loan Banks, Global Mtg Sec 2005-A et Wells Fargo.

Saisonnalité des émissions d'obligations internationales

Jeffery D. Amato et Jhuvesh Sobrun

Les statistiques BRI sur les titres de dette internationaux ne sont pas corrigées des facteurs saisonniers. Or, il pourrait être utile de savoir si ces facteurs ont un rôle significatif. L'analyse des variations trimestrielles des émissions brutes gagnerait en finesse si l'on pouvait distinguer la part attribuable à des programmes de financement intervenant à des périodes spécifiques dans l'année de celle qui serait imputable à d'autres éléments. Le caractère saisonnier peut traduire, par exemple, une nécessité de lisser les flux de liquidités face à des déséquilibres systématiques entre revenus et dépenses en cours d'année, mais il peut aussi refléter un profil cyclique des conditions macroéconomiques.

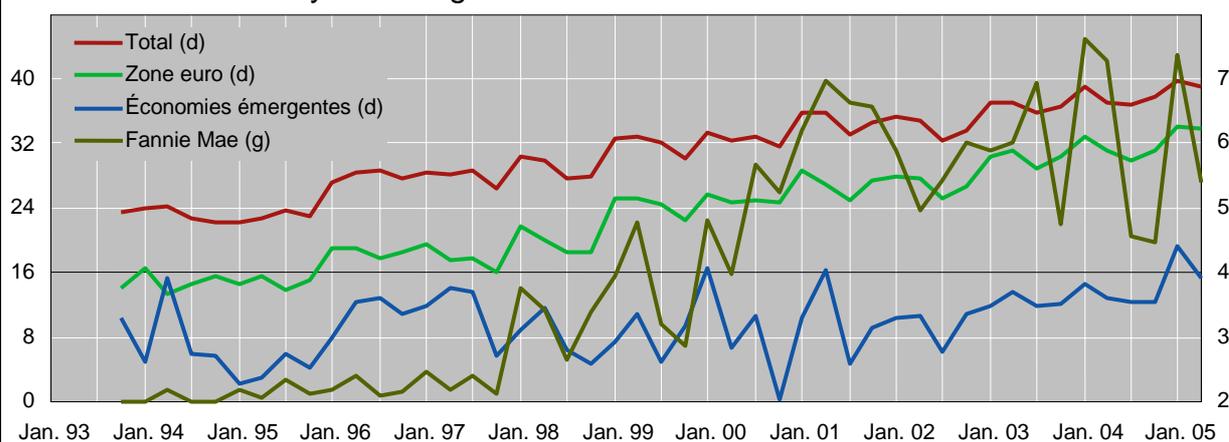
La saisonnalité des données BRI sur les obligations internationales est démontrée ici pour la première fois. Quatre tendances émergent : les émissions brutes présentent généralement un fort degré de saisonnalité ; les émissions sont souvent plus élevées au premier trimestre et baissent le reste de l'année ; dans certains cas, le profil saisonnier a évolué au fil du temps ; la saisonnalité des émissions nettes est moins établie, ce qui donne à penser que les émissions brutes suivent un schéma saisonnier qui épouse leur cycle de renouvellement.

Méthodologie et résultats

L'analyse a porté sur divers sous-ensembles de données trimestrielles BRI relatives aux émissions brutes et nettes : totaux, données par région, par secteur, par devise et pour certains grands émetteurs (souverains et autres). Les données BRI sont compilées selon une méthode unifiée depuis le quatrième trimestre 1993 (même si plusieurs séries remontent au-delà) – choisi comme début de l'échantillon, par souci de cohérence et de comparabilité. Le graphique A montre quelques séries temporelles d'émissions brutes (les séries à croissance exponentielle sont représentées selon une échelle logarithmique). Une certaine périodicité est manifeste sur presque toute la période échantillon. C'est ainsi que les émissions de la zone euro sont généralement plus fortes durant la première moitié de l'année, en particulier au premier trimestre. Notre analyse quantifie ce constat.

Pour produire des données cvs, on recourt fréquemment à la procédure X-12-ARIMA du Bureau américain du recensement, employée pour de nombreuses statistiques officielles, et pas seulement aux États-Unis. Elle utilise des moyennes mobiles pour estimer les facteurs saisonniers à l'intérieur d'une série^①. Il existe d'autres méthodes, qui produisent généralement des résultats similaires^②.

Titres de dette à moyen et long terme : émissions brutes¹



¹ Sauf pour Fannie Mae, les séries de données (à l'origine en milliards de dollars EU) sont exprimées en logarithme népérien.

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

Graphique A

^① US Census Bureau, *X-12-ARIMA Reference Manual, Final Version 0.2*, Washington, D.C., US Census Bureau, 2002. ^② B. Fischer, *Decomposition of time series – comparing different methods in theory and practice*, document d'un groupe de travail Eurostat, 1995, décrit les diverses procédures d'ajustement saisonnier et leurs qualités respectives.

Émissions de titres de dette à moyen et long terme : facteurs saisonniers¹

	Facteurs saisonniers moyens								Test F de contrôle de la saisonnalité ²	
	Émissions brutes				Émissions nettes				Brute	Nette
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4		
Total	1,139	1,072	0,949	0,840	34,735	24,719	-23,557	-35,393	32,252*	10,717*
Par région										
Éco. émergentes	1,060	1,298	0,860	0,772	1,762	3,240	-0,203	-5,022	7,087*	2,171
Zone euro	1,214	1,050	0,866	0,874	19,795	13,594	-18,400	-13,588	39,071*	14,373*
États-Unis	1,128	1,037	0,990	0,842	8,243	-4,203	2,966	-7,680	17,676*	2,352
Par secteur										
Entreprises	1,006	1,159	0,954	0,879	-2,483	5,739	-3,868	0,330	6,983*	4,449
Étab. financiers	1,151	1,029	0,963	0,857	21,697	10,410	-18,854	-13,421	29,076*	7,322*
États	1,328	1,241	0,798	0,636	14,793	3,141	-3,909	-13,336	13,100*	9,656*
Par emprunteur ³										
France	0,986	0,988	1,006	1,021	-0,019	-0,018	-0,018	0,052	35,997*	2,505
Allemagne	1,691	1,270	0,766	0,648	1,426	0,284	-0,532	-1,025	8,402*	8,143*

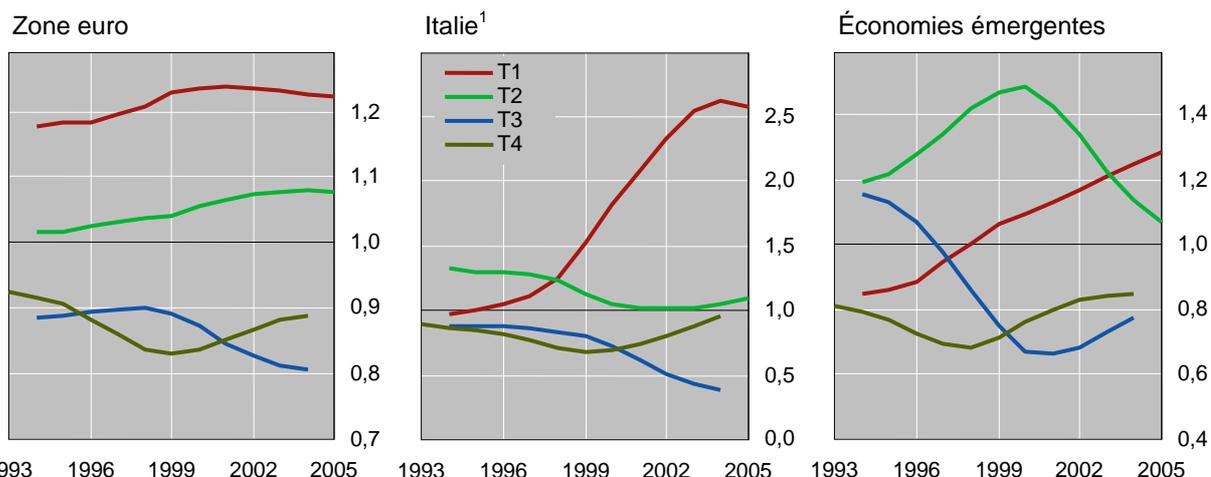
¹ Sauf indication contraire, facteurs multiplicatifs pour les émissions brutes, et additifs (exprimés en milliards de dollars EU) pour les émissions nettes. Période échantillon : 1993 T4–2005 T2. ² * Signale la pertinence statistique au seuil de 0,1 %. ³ Émissions brutes : facteurs additifs, exprimés comme fonction exponentielle du ratio émissions brutes cvs/émissions brutes moyennes au cours de la période échantillon, dans le but de faciliter la comparaison avec les facteurs multiplicatifs des autres séries.

Outre des estimations trimestrielles des facteurs saisonniers moyens (sur la période échantillon), le tableau[®] ci-dessus comprend le résultat d'un test statistique : l'hypothèse nulle (absence de saisonnalité) est rejetée aux seuils habituels de significativité pour la plupart des séries d'émissions brutes, signe d'une forte saisonnalité[®]. En ce qui concerne les émissions **brutes**, le total montre un profil clair : décroissance du début à la fin de l'année : nos calculs estiment que les émissions du premier trimestre sont environ 14 % supérieures, et celles du quatrième trimestre 16 % inférieures, à la moyenne. Cette saisonnalité se retrouve aussi dans de nombreux sous-ensembles, en particulier la zone euro et les États-Unis. Il en va de même avec les établissements financiers, principaux emprunteurs de ces deux régions, dont les émissions sont plus importantes au premier trimestre. La tendance est également perceptible pour les émetteurs souverains : au premier trimestre, leurs émissions brutes sont supérieures de 33 % à la moyenne et baissent ensuite. Par contre, les économies émergentes dans leur ensemble tendent à émettre davantage au deuxième trimestre[®].

Le profil saisonnier a en outre évolué ces dernières années. Le graphique B le montre à partir de trois cas. Alors que celui de la zone euro est globalement assez stable depuis 1993, le gouvernement italien, un des principaux émetteurs de la région, a changé sa stratégie de financement vers 1999, pour augmenter fortement ses émissions au premier trimestre. L'avènement de l'Union économique et monétaire, et en particulier le lancement de l'euro, peuvent expliquer ce phénomène, les gouvernements s'efforçant dès lors de coordonner davantage leurs émissions. On constate en revanche une évolution marquée dans les économies émergentes, dont les émetteurs ont eu tendance à avancer leurs émissions au premier semestre, se rapprochant des profils observés dans la zone euro et aux États-Unis.

[®] Les résultats pour de nombreuses autres séries sont disponibles sur demande. Nous avons utilisé des facteurs saisonniers multiplicatifs (dont le produit est égal à 1), dans la plupart des cas, pour les émissions brutes, et des facteurs additifs, parfois négatifs (dont la somme est nulle), pour les émissions nettes. [®] Les seules exceptions concernent des sous-ensembles d'émetteurs relativement peu importants. [®] Dans les chiffres par monnaie, nous avons également constaté une certaine saisonnalité, dont le profil suit à peu près celui de la zone économique de la monnaie.

Émissions brutes : évolution des facteurs saisonniers



1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005 1993 1996 1999 2002 2005

¹ Facteurs additifs exprimés comme fonction exponentielle du ratio émissions brutes cvs/émissions brutes moyennes sur la période échantillon. Graphique B

Le graphique C, qui représente les variations trimestrielles, en %, corrigées et non corrigées, montre l'incidence de l'ajustement saisonnier sur les données relatives aux émissions brutes. S'il existe une corrélation claire entre les deux séries, il est évident que l'ajustement saisonnier a lissé la plupart des mouvements extrêmes des données non ajustées.

Le tableau comprend aussi une estimation des facteurs saisonniers moyens concernant les émissions **nettes**. Dans l'ensemble, les éléments saisonniers apparaissent moins clairement que pour les émissions brutes. Ainsi, la zone euro présente un profil saisonnier assez marqué – proche de celui des émissions brutes –, que l'on retrouve pour les émissions du gouvernement allemand, alors que ce n'est pas le cas pour les emprunts nets des résidents américains ou des économies émergentes.

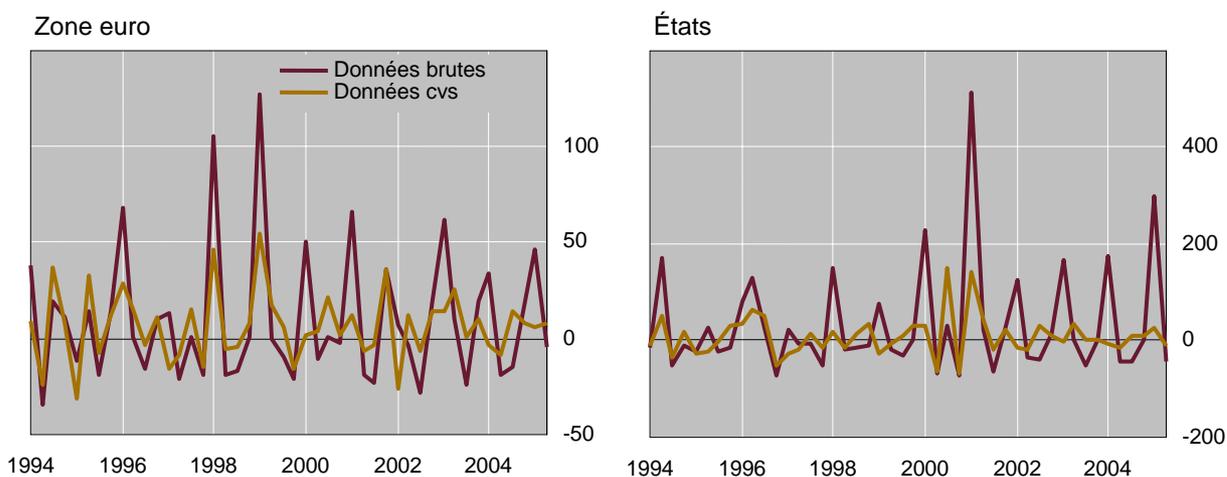
Analyse et conclusions

Qu'est-ce qui détermine cette saisonnalité ? En premier lieu, le calendrier des congés influe probablement sur l'activité des marchés. Par exemple, les marchés primaires sont calmes en août et décembre, périodes de vacances des opérateurs. De nombreux émetteurs n'essaient donc même pas de placer des obligations pendant ces périodes.

En second lieu, le programme d'émissions peut être fixé en fonction des flux de revenus et de dépenses. Ainsi, les revenus des émetteurs peuvent, à certaines périodes, largement dépasser

Émissions brutes corrigées des variations saisonnières

Variation trimestrielle, en %

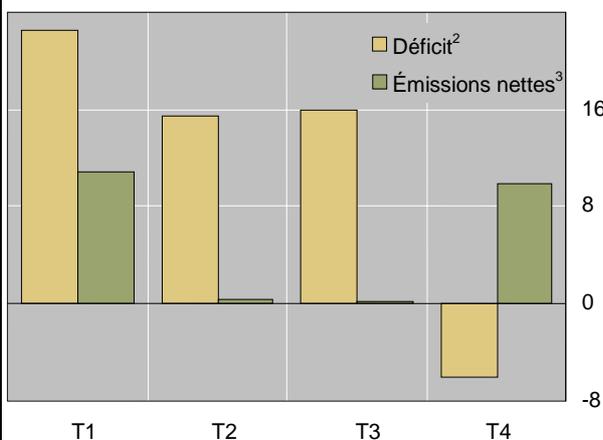


Graphique C

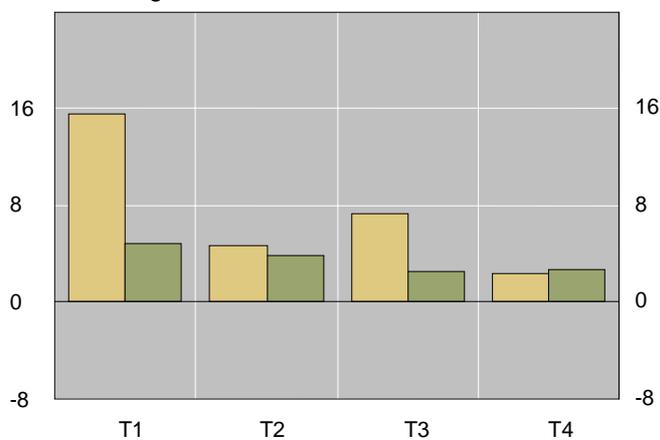
Déficit et financement publics

En milliards de dollars EU ; par trimestre¹

France



Allemagne



¹ Moyenne sur la période 1993 T4–2005 T2. ² Dépenses moins recettes (administration centrale). ³ Titres internationaux à moyen et long terme ; France : valeurs multipliées par 10, pour faciliter la comparaison avec les chiffres du déficit.

Sources : FMI/ISF ; calculs BRI.

Graphique D

leurs dépenses et, à d'autres, leur être inférieurs. Dans certains pays, les revenus peuvent, par exemple, être bien plus élevés pendant quelques mois de l'année en raison des échéances fiscales. Le graphique D montre que le déficit trimestriel moyen des gouvernements français et allemand est plus important au premier trimestre et plus faible au dernier. Dans la mesure où ces gouvernements utilisent les marchés internationaux pour financer leur déficit, on s'attendrait à ce que les émissions nettes suivent le même profil. Si les résultats allemands confirment cette hypothèse, les estimations pour la France indiquent que les émissions sont comparativement fortes au dernier trimestre. En fait, le montant total des émissions nettes du gouvernement français sur les marchés internationaux ne représente qu'une faible fraction du déficit annuel moyen, ce qui laisse supposer que l'Agence France Trésor se tourne vers son marché domestique pour la plupart de ses emprunts nets. C'est là une des difficultés de l'analyse des profils saisonniers des émissions internationales de titres de dette : pour bien des émetteurs, ce marché n'est qu'une source de financement parmi d'autres[®].

En troisième lieu, les gestionnaires de dette peuvent, dans tous les cas, souhaiter, par précaution, programmer leurs émissions tôt dans l'année. Ils ont l'habitude de fixer à l'avance des objectifs annuels de mise sur le marché pour les titres à long terme. Pour éviter de se trouver sans contrepartie sur le marché en fin d'année, ils s'efforcent de réaliser en début d'année une part relativement importante de l'objectif annuel, même si leurs besoins de financement sont étalés régulièrement sur l'année. C'est notamment ce qui peut expliquer la forte incidence des facteurs saisonniers au premier trimestre pour de nombreux émetteurs souverains, l'exercice budgétaire correspondant, dans bien des pays, à l'année civile.

Enfin, les signes plus marqués d'une saisonnalité plus forte pour les émissions brutes donnent à penser qu'il existe un effet de renouvellement des émissions brutes, c'est-à-dire que la dette est renouvelée lorsqu'elle arrive à maturité à certaines périodes de l'année. Certains émetteurs ont ainsi pris l'habitude d'émettre des titres de dette arrivant à échéance en janvier et juillet exclusivement.

[®] De plus, notre étude a porté sur les titres à moyen et long terme ; l'émission d'instruments du marché monétaire international pourrait aussi présenter un fort caractère saisonnier.

...les émissions nettes américaines diminuent

En termes nets, les émissions des signatures américaines ont diminué de 29 %, à \$45,7 milliards (chiffre pourtant très supérieur aux \$4,2 milliards du deuxième trimestre 2004). Pour l'ensemble des titres de dette (y compris titres de court terme), le recul a été plus prononcé, de \$72,2 milliards à \$49 milliards

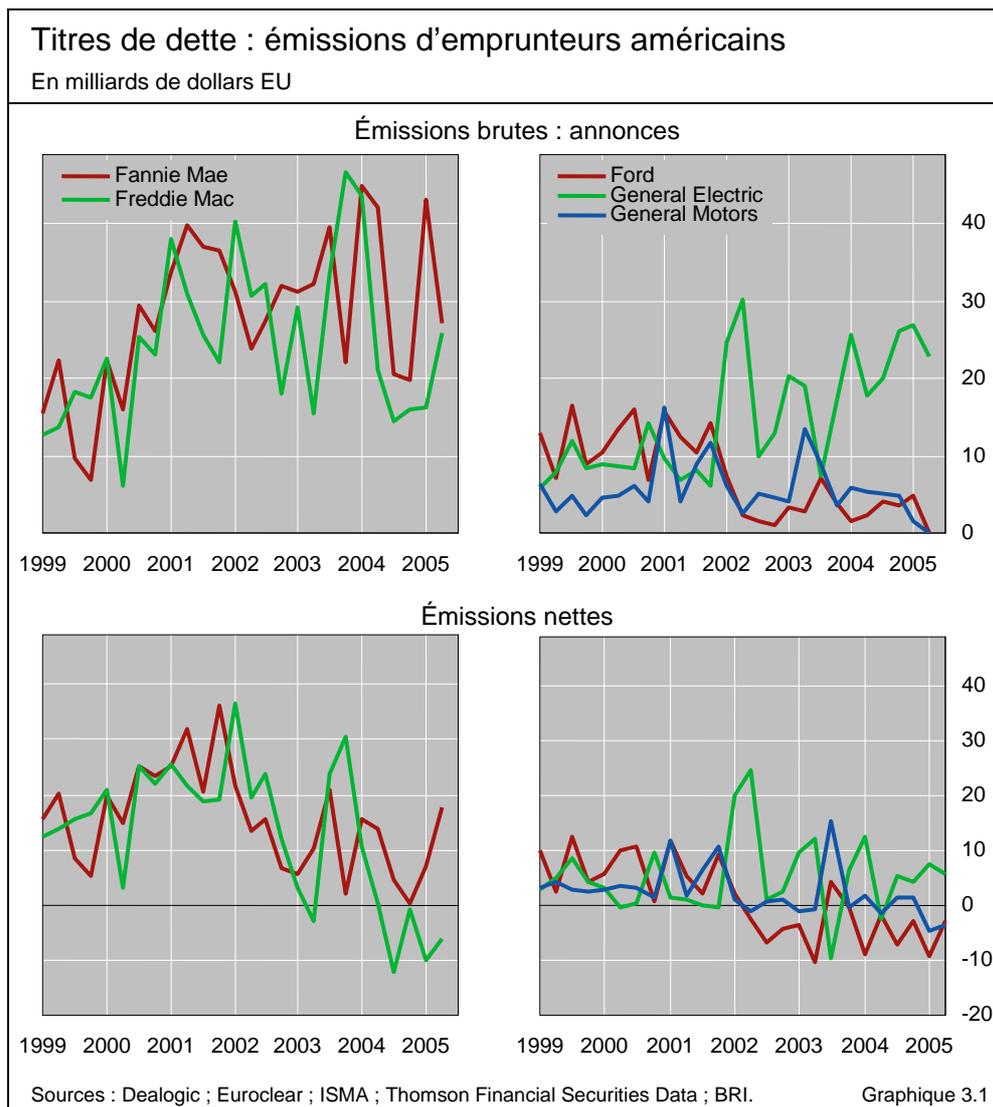
(tableau 12A de l'Annexe) : les sociétés non financières ont encore réduit leur activité (-\$3,9 milliards).

L'analyse sur une plus longue période montre que les émetteurs américains ont été moins présents ces deux années passées. Après la dernière récession, de nombreuses entreprises ont surtout voulu réduire leur endettement et améliorer leur bilan. La diminution des émissions nettes sur le marché local, bien plus vaste, s'est doublée d'un recul sur le marché international. Manifestement, le redémarrage des emprunts des entreprises américaines, peut-être déjà en cours sur le marché domestique (« Vue d'ensemble »), n'a pas encore touché l'international.

Côté émetteurs, le tableau est plus contrasté, comme l'illustre la collecte des deux principaux emprunteurs. Si Fannie Mae a lancé plusieurs grosses émissions, avec \$27,1 milliards et \$17,8 milliards en termes bruts et nets respectivement (graphique 3.1), Freddie Mac a réduit son encours (-\$6,1 milliards). Ces deux agences paragouvernementales ont entrepris d'assainir leurs finances après la divulgation d'irrégularités comptables. Fannie Mae continue néanmoins de solliciter régulièrement le marché international.

L'activité des émetteurs américains se contracte...

...avec Fannie Mae en hausse et Freddie Mac en repli...



...tandis que GMAC et Ford sont en perte de vitesse

Deux des autres principaux émetteurs sur l'international, General Motors (GMAC) et Ford, ont aussi connu des difficultés financières, quoique à un degré différent. À la suite de résultats inférieurs aux attentes et d'une rétrogradation par les grandes agences de notation, tous deux se sont abstenus au deuxième trimestre. D'ailleurs, ils sont de moins en moins présents depuis 2002, avec des émissions nettes souvent négatives, surtout pour Ford (graphique 3.1).

Tableau mitigé au Japon

Malgré un gros volume brut...

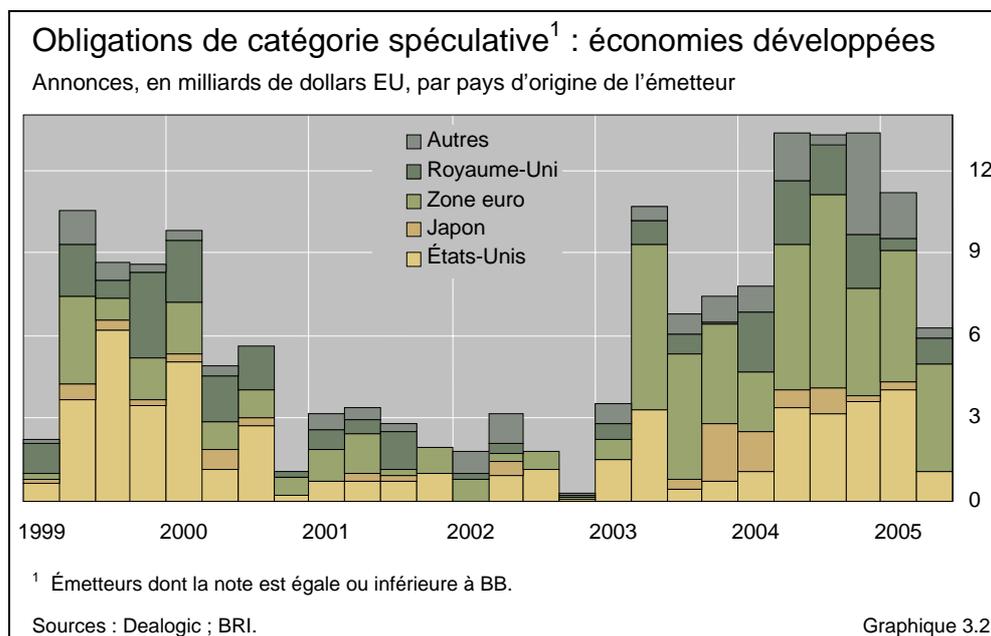
En termes bruts, les émissions japonaises à court et moyen terme ont augmenté, de \$13,9 milliards à \$14,9 milliards, progression supérieure en yens, en raison de la baisse de 3,2 % de celui-ci par rapport au dollar EU entre le 1^{er} avril et le 30 juin. Certains des montages les plus importants ont été signés par des opérateurs très actifs à l'étranger. CIT Group Canada, par exemple, a émis des obligations en dollars EU 5 ans et 10 ans (\$1 milliard et \$0,7 milliard respectivement). Plusieurs structures de financement public, comme la Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises, la Japan Bank for International Cooperation et la Development Bank of Japan, ont annoncé de grosses opérations, toutes garanties par l'État.

...les émissions nettes des résidents sont en recul au Japon

Malgré une progression en termes bruts, les émissions nettes des signatures japonaises sont devenues négatives (-\$0,6 milliard). La hausse des emprunts nets des entreprises a été plus que compensée par le repli marqué des établissements financiers.

Les difficultés de l'automobile freinent les émissions à haut rendement

Les emprunts des signatures à haut rendement des économies développées ont baissé de 44 % au deuxième trimestre, certes après avoir atteint des niveaux exceptionnels ces deux dernières années (graphique 3.2). Les



conditions se sont dégradées après les turbulences d'avril-mai, les primes sur le marché secondaire grimpant de 355 pb le 1^{er} avril à 457 pb le 17 mai pour les titres américains, et plus encore pour les obligations européennes. La rétrogradation de General Motors et de Ford a tellement gonflé l'encours de la catégorie spéculative que le marché a douté de son expansion future (« Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005). Juin a été marqué par une nette embellie, avec un retour des primes à 385 pb en clôture de mois et le lancement de plusieurs émissions en fin de période.

Les turbulences dans l'automobile aux États-Unis freinent les émissions à haut rendement

La plupart des grosses opérations ont été montées dans la zone euro et au Royaume-Uni, notamment par les entreprises françaises Cap Gemini SA et FG4 SA (€437 millions et €265 millions respectivement), la première notée BB+ par Standard & Poor's et la seconde B1 par Moody's. Pour les signatures américaines, les plus forts montants ont été collectés pour des unités à l'étranger : TFM SA de CV, société ferroviaire mexicaine contrôlée par un groupe américain, a émis un emprunt d'une valeur nominale de \$460 millions, annoncé et finalisé mi-avril, avant la hausse des primes américaines.

Les entreprises européennes sont les principales signatures à haut rendement

L'une des plus importantes annonces de titres spéculatifs (hors économies émergentes) témoigne du rôle croissant des contrats indiciaires sur défaut¹. Montée par la structure *ad hoc* iBond Securities plc., cette émission de €500 millions à taux fixe est garantie par un portefeuille de 35 obligations de sociétés non financières européennes répliquant l'indice Dow Jones iTraxx Crossover. Noté B+ par Standard & Poor's à son lancement, le titre rapportera un coupon semestriel de 6,25 % et arrivera à échéance le 20 juin 2010, à une date de révision de l'indice.

Hausse toujours rapide des emprunts des économies émergentes

Les émissions brutes des économies émergentes ont encore progressé durant la période (+6 %) et par rapport au deuxième trimestre 2004 (+37 %)². Ces chiffres sont impressionnants à plusieurs égards. Premièrement, et à l'évidence, ils confirment la tendance à l'émission de montants records amorcée début 2004 (graphique 3.3). Deuxièmement, ils sont supérieurs à ceux du début d'année, alors que la tendance saisonnière s'est toujours traduite, depuis 2000, par une concentration des émissions sur le premier trimestre et un repli au deuxième (encadré). Troisièmement, si les perspectives macroéconomiques restent bonnes pour nombre d'économies émergentes, ce qui favorise un nouvel essor du crédit, l'expérience montre qu'un revirement des investisseurs n'était pas exclu, en raison des turbulences sur les marchés américains de la dette. En fait, leur réaction a surtout affecté les titres à haut rendement américains et européens : les primes sur l'indice EMBI+ de JPMorgan Chase sont passées de 392 pb à 414 pb entre le 1^{er} et le 15 avril.

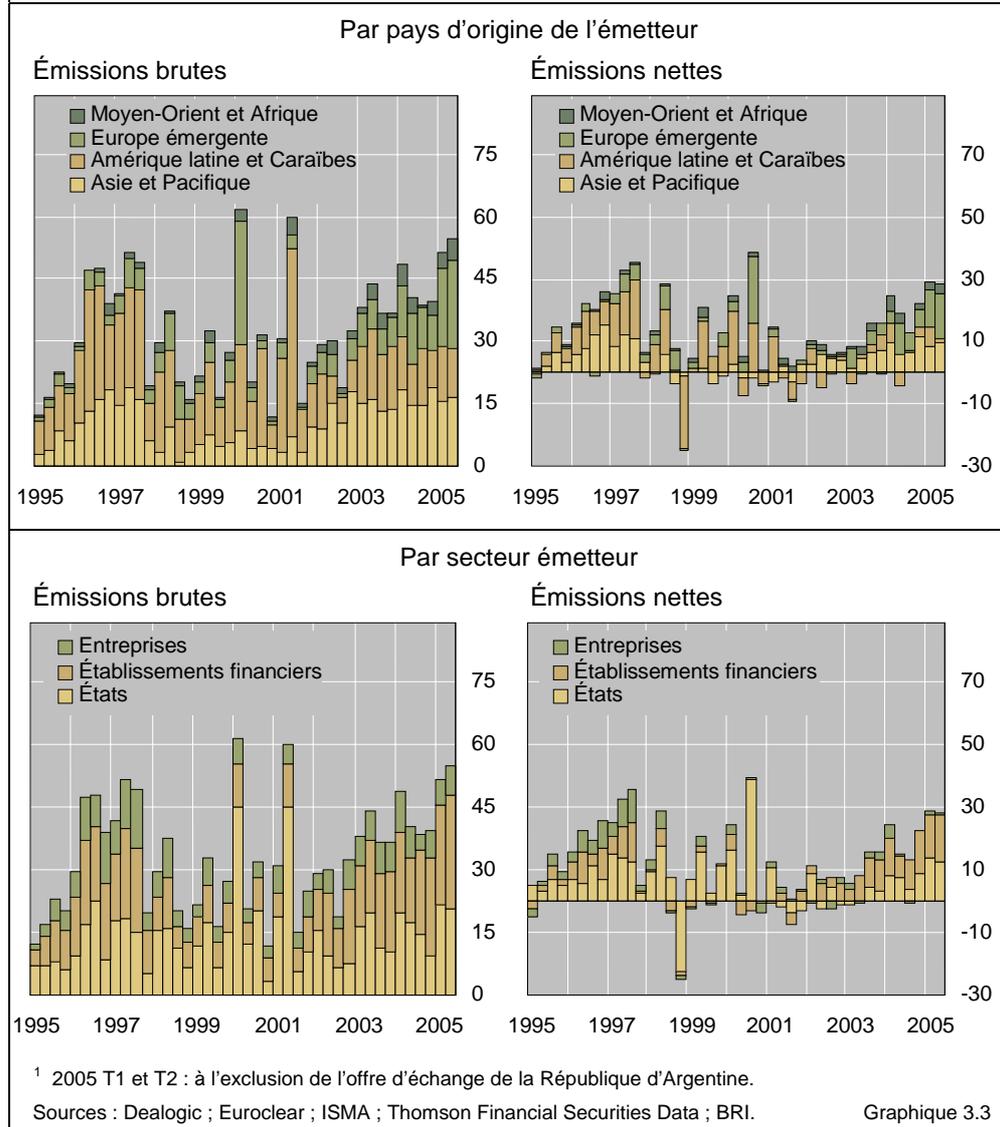
Forte poussée des emprunts des économies émergentes

¹ Pour une analyse du marché des contrats dérivés sur défaut, voir le chapitre VI du 75^e *Rapport annuel BRI*.

² Hors l'échange récent de dette de la République d'Argentine (\$35,6 milliards de nouveaux titres), en négociation depuis le premier trimestre 2005. Pour plus de détails, voir *infra*.

Titres de dette : économies émergentes¹

Émissions, en milliards de dollars EU



En fin de trimestre, les primes étaient revenues à un niveau alors historiquement bas de 304 pb. Au final, les émissions nettes ont également augmenté³ : les emprunteurs ont globalement bénéficié de bonnes conditions, car la demande mondiale est restée ferme.

La Pologne a émis plusieurs types d'instruments

Sauf au Moyen-Orient et en Afrique, ce sont les signatures souveraines qui ont monté les plus grosses opérations. L'Europe émergente est arrivée en tête, avec des émissions brutes totalisant \$21,1 milliards, dont 53,6 % pour les souverains. Après une émission record de €3 milliards au premier trimestre, la République de Pologne a été très active dernièrement, lançant plusieurs types d'obligations, dont un programme de €1,5 milliard (\$1,89 milliard) 15 ans lancé début avril avec une prime de 37,8 pb sur l'OAT 4,25 % avril 2019 ; elle a

³ Hors \$48,6 milliards de remboursements effectués au deuxième trimestre 2005 grâce à l'échange de dette finalisé par la République d'Argentine.

ensuite signé, début juin, un emprunt samouraï d'une valeur nominale de ¥75 milliards (\$697 millions), un record pour l'Europe émergente. Peu après, la République de Hongrie a émis deux emprunts samouraïs pour le même montant au total. Enfin, profitant du nouvel engouement des investisseurs pour les échéances longues, surtout de la part des fonds de pension de la zone euro, la République de Pologne a offert, début juillet, une obligation 50 ans (à propos du succès des échéances éloignées, voir « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005).

Quelque 175 émissions ont été annoncées en Asie-Pacifique (\$16,3 milliards). Les souverains les plus actifs ont été la République d'Indonésie (obligation 10 ans en dollars EU pour une valeur nominale de \$1 milliard) et la République des Philippines, malgré une conjoncture politique difficile et une détérioration du solde budgétaire. Ces problèmes ont eu néanmoins une certaine incidence sur le marché secondaire : après un creux à 385 pb, début mars, la prime sur les titres d'État philippins a augmenté, fin mars-début avril, avant de devenir plus volatile (« Vue d'ensemble »). L'obligation 24,75 ans émise le 16 mai était assortie d'une prime de 510,5 pb par rapport au Trésor EU 5,375 % février 2031.

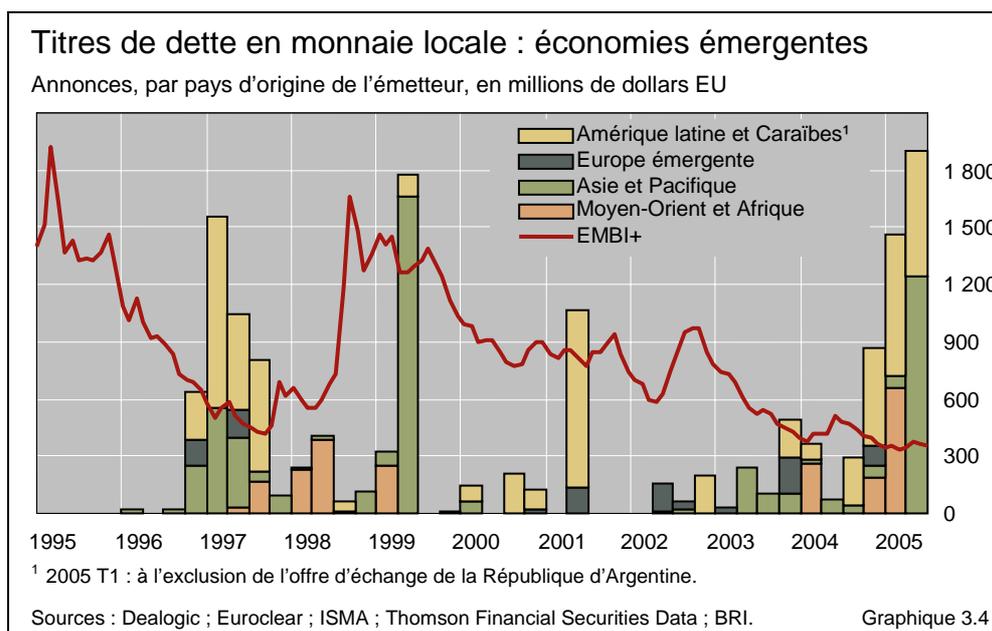
Les émissions brutes et nettes au Moyen-Orient et en Afrique ont augmenté, mais demeurent toutefois très inférieures à celles des trois autres régions émergentes. Les principaux montages ont été réalisés par des établissements bancaires et financiers des Émirats arabes unis et du Koweït.

En revanche, les émissions brutes ont régressé de 6,9 % en Amérique latine, à \$12,1 milliards, malgré les gros emprunts du Venezuela, du Brésil et du Mexique (\$1,6 milliard, \$1,1 milliard et \$0,9 milliard respectivement).

Le deuxième trimestre pourrait avoir marqué un tournant pour l'Amérique latine sur le marché international des titres de dette, pour au moins deux raisons : premièrement, les emprunteurs de la région ont continué d'émettre

Malgré une actualité politique agitée, le gouvernement philippin lance une obligation 25 ans

Les gouvernements latino-américains sont actifs...



...et l'Argentine finalise son offre d'échange de dette

des titres libellés en monnaie locale (infra) ; deuxièmement, l'offre d'échange annoncée en février par la République d'Argentine (portant sur environ 76 % des titres) a été finalisée en juin (\$35,6 milliards). Une part significative de la dette à restructurer avait été placée sur le marché international et, conformément aux termes de l'offre, les nouveaux titres (dont 44 %, il faut le signaler, en pesos) ont été émis sous forme planétaire.

Attrait grandissant des émissions en monnaie locale

Hausse des émissions en monnaie locale dans les économies émergentes...

La hausse régulière des émissions en monnaie locale des signatures émergentes s'est poursuivie, puisqu'elles ont augmenté d'environ 30 %, exprimées en dollars EU (graphique 3.4). C'est d'autant plus notable que les conditions mondiales semblaient défavorables, les investisseurs témoignant d'un moindre goût pour le risque, suite aux difficultés des constructeurs automobiles américains. En outre, la meilleure acceptation du risque inhérent à ces emprunts a coïncidé avec une diminution significative des primes, comme en 1996–97, quand les opérations en monnaie locale s'étaient accrues durant plusieurs trimestres (graphique 3.4).

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes, par région¹ et monnaie

En milliards de dollars EU

		2003	2004	2004			2005	
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
États-Unis	Dollar EU	203,5	131,2	-27,0	5,0	51,1	42,2	47,7
	Euro	41,4	48,4	20,2	14,7	7,4	13,7	-3,2
	Livre sterling	11,8	22,5	5,4	10,6	4,7	5,1	1,6
	Yen	1,2	4,8	1,7	1,5	0,3	-1,1	-0,3
	Autres monnaies	1,0	11,7	3,9	3,0	0,5	4,5	-0,1
Zone euro	Dollar EU	75,9	57,6	25,5	9,8	15,9	15,4	12,7
	Euro	627,6	655,6	157,0	115,4	195,3	236,3	262,1
	Livre sterling	13,9	32,6	12,6	8,2	5,3	12,0	6,9
	Yen	-9,5	3,1	3,8	0,6	-3,0	5,0	0,2
	Autres monnaies	25,6	31,8	6,1	5,8	6,9	13,3	7,6
Autres régions	Dollar EU	140,1	183,5	50,4	39,2	46,3	37,4	30,2
	Euro	114,8	219,2	43,4	62,6	47,8	61,1	52,8
	Livre sterling	59,5	79,2	19,1	8,2	29,0	31,5	25,1
	Yen	12,0	19,2	9,5	5,2	0,9	0,1	-6,4
	Autres monnaies	45,0	51,8	7,8	14,1	16,5	15,9	36,7
Total	Dollar EU	419,4	372,3	48,9	53,9	113,3	95,1	90,5
	Euro	783,7	923,2	220,7	192,8	250,5	311,1	311,7
	Livre sterling	85,2	134,2	37,1	27,0	39,0	48,6	33,7
	Yen	3,7	27,2	15,0	7,3	-1,8	4,0	-6,5
	Autres monnaies	71,7	95,3	17,9	22,9	23,9	33,7	44,2

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

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

Tableau 3.3

L'Amérique latine continue de jouer un rôle prépondérant dans la hausse de ces émissions, à laquelle les souverains (Uruguay, Colombie et Argentine) comme les entreprises (banques brésiliennes, en particulier) ont contribué ces deux dernières années. Au deuxième trimestre, les obligations en monnaie locale émises par les entreprises brésiliennes ont totalisé \$660 millions. Il s'agissait notamment de programmes lancés par trois banques (Banco Bradesco SA, Banco Itau Europa SA et Unibanco–Uniao de Bancos Brasileiros SA) et d'un montage de BRL 474,1 millions (\$198,7 millions) d'obligations classiques 5 ans à taux fixe pour Eletricidade de São Paulo SA. De plus (supra), la restructuration de la dette argentine incluait \$15,6 milliards d'obligations en pesos⁴, contribuant ainsi très largement à la forte hausse des émissions en monnaies hors G 3 (tableau 3.3).

...notamment du fait de plusieurs banques brésiliennes...

À l'exception de ces opérations en Amérique latine, l'essentiel est venu d'Asie–Pacifique, région qui a émis \$1 238 millions dans ce segment en deux opérations seulement, la plus importante étant de loin le placement par Agricultural Development Bank of China d'une note à taux variable, pour un montant de CNY 10 milliards (\$1 208 millions) auprès d'investisseurs privés étrangers. L'autre emprunt a été émis en wons coréens par SKC Inc., société américaine d'ingénierie appartenant au groupe coréen SK Corp.

...et d'un gros emprunt en renminbis

⁴ La partie en pesos de l'offre d'échange de la République d'Argentine n'est pas prise en compte dans le graphique 3.3, car elle éclipserait par sa taille tous les autres volumes en monnaie locale émis depuis 1995. Le graphique représentant les annonces (et non les émissions effectives), les émissions argentines auraient dû être comptabilisées au premier trimestre 2005.