

### 3. Marché des titres de dette

Au **troisième trimestre 2005**, les émissions brutes de titres de dette se sont ralenties de 19 % par rapport aux trois mois précédents, tout en augmentant de près de 10 % en glissement annuel, la première partie de l'année ayant été exceptionnelle (tableau 3.1). Les chiffres révèlent une forte progression aux États-Unis, mais un tassement dans la zone euro. Les émetteurs à haut rendement ont de nouveau intensifié leurs emprunts, après un deuxième trimestre morose marqué par des turbulences dans le secteur automobile américain. En termes nets, les émissions ont chuté par rapport au trimestre antérieur et au troisième trimestre 2004 (tableau 3.2).

Les signatures des économies émergentes ont continué d'emprunter de gros volumes, les primes sur le marché secondaire tombant à des creux sans précédent. Leurs émissions en monnaie locale sont restées particulièrement soutenues et devraient atteindre un montant annuel record ; une fois de plus, les emprunteurs d'Amérique latine ont prédominé, le gouvernement du Brésil en tête avec une opération de \$1,5 milliard en septembre.

#### États-Unis : forte hausse

Accélération  
des émissions  
américaines sous  
l'impulsion des  
agences

Après plusieurs trimestres sans relief, les émissions brutes à moyen et long terme ont fortement augmenté, passant de \$175 milliards à \$219 milliards, pour une progression de 29 % en glissement annuel. Une fois encore, les agences ont été les plus actives. Fannie Mae a émis des obligations 5 et 10 ans d'une valeur nominale de \$3 milliards chacune. Freddie Mac et Federal Home Loan Banks ont monté l'un et l'autre deux programmes de \$4 milliards et placé trois opérations de \$3 milliards en s'adressant à différents segments de la courbe : 5 et 10 ans pour les plus gros emprunts de Freddie Mac et court terme pour ceux de Federal Home Loan Banks.

Vive progression  
des emprunts nets  
de Freddie Mac...

Avec l'accroissement marqué de ses émissions brutes, Freddie Mac est redevenu emprunteur net, après -\$4,6 milliards au trimestre précédent (graphique 3.1). Depuis le début de l'année, ses émissions nettes locales et internationales à long terme s'inscrivent en hausse. L'augmentation du troisième trimestre a contribué à gonfler de \$20 milliards son portefeuille de titres adossés à des hypothèques. Pour Fannie Mae, à l'inverse, le total net des émissions à long terme reste négatif sur 2005 ; la baisse de \$20,3 milliards

...mais repli  
prononcé pour  
Fannie Mae, pour  
relever son ratio  
de fonds propres

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2003	2004	2004		2005		
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	2 885,0	3 300,1	726,0	822,5	1 077,6	977,0	795,9
Long terme	1 610,6	1 785,9	378,1	435,1	596,6	514,4	460,6
Moyen terme	1 274,4	1 514,2	347,9	387,4	481,0	462,6	335,3
Taux variable	962,4	1 256,8	285,2	327,9	337,7	410,9	272,7
Taux fixe	1 834,5	1 985,9	430,3	483,3	723,7	559,7	517,0
Titres sur actions <sup>1</sup>	88,1	57,4	10,5	11,2	16,3	6,4	6,2
Dollar EU	1 171,8	1 154,1	255,5	284,1	314,1	300,0	326,7
Euro	1 287,6	1 597,5	350,2	389,8	571,9	532,5	304,4
Yen	102,7	111,4	22,4	25,9	30,5	27,0	30,6
Autres monnaies	322,9	437,1	97,9	122,6	161,1	117,5	134,2
Économies développées	2 620,7	3 009,4	655,8	752,1	954,8	885,7	704,3
États-Unis	740,3	774,2	169,7	184,4	215,5	175,1	219,4
Zone euro	1 301,9	1 469,4	306,1	362,9	532,8	510,8	286,0
Japon	48,3	62,0	12,1	9,9	13,9	13,3	18,7
Places franches	32,0	41,1	13,8	13,5	11,4	13,3	11,0
Économies émergentes	139,7	152,4	35,0	35,1	83,1	49,8	46,3
Établissements financiers	2 280,2	2 687,7	607,3	688,2	842,9	813,2	677,3
Secteur privé	1 913,4	2 282,3	506,6	592,2	697,8	681,3	602,7
Secteur public	366,8	405,4	100,6	95,9	145,1	132,0	74,6
Entreprises	270,2	270,2	61,5	75,3	58,1	56,2	46,6
Secteur privé	218,9	232,7	56,8	60,9	54,7	43,4	38,6
Secteur public	51,3	37,5	4,7	14,3	3,4	12,9	8,0
États	242,1	245,0	35,9	37,3	148,3	79,3	37,7
Organisations internationales	92,5	97,1	21,3	21,8	28,3	28,2	34,3
Émissions effectives	2 866,1	3 303,7	708,8	864,4	1 017,3	1 019,8	739,6
Remboursements	1 503,0	1 750,1	405,0	439,8	521,8	516,0	527,8

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

Tableau 3.1

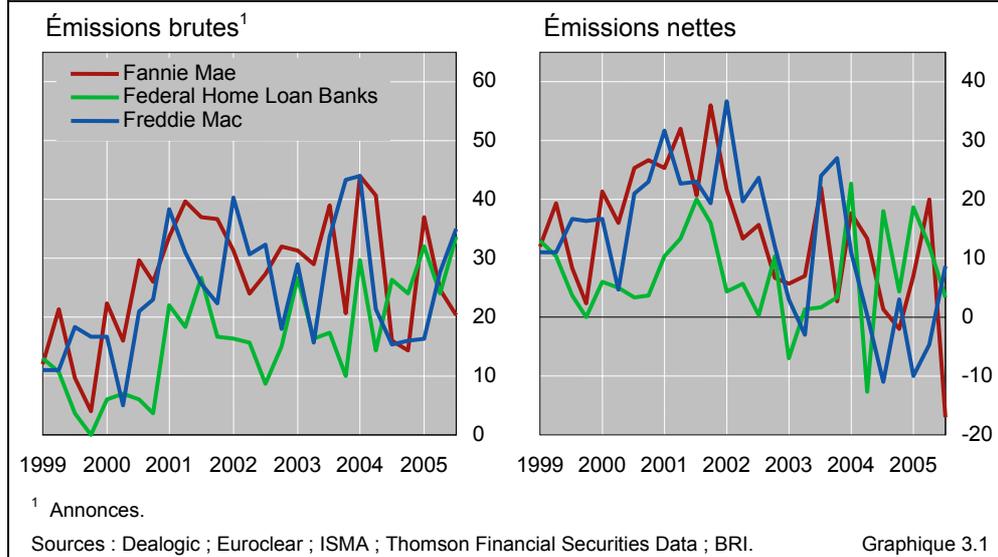
au troisième trimestre, en particulier, correspond à une forte diminution de son portefeuille hypothécaire, nécessaire pour relever de 30 % son ratio de fonds propres avant fin septembre, comme l'exigeait l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)<sup>1</sup>.

En termes nets, les émissions américaines d'obligations à moyen et long terme ont baissé de 22 % au cours du trimestre, contrairement à la tendance saisonnière spécifique aux États-Unis (voir « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005).

<sup>1</sup> Par la suite, l'OFHEO a confirmé que Fannie Mae respectait son exigence de fonds propres.

## Émissions internationales des agences fédérales américaines

En milliards de dollars EU



### Zone euro : décrochage marqué

Recul des émissions de la zone euro...

Les émissions brutes ont baissé pour le second trimestre d'affilée, mais cette fois beaucoup plus qu'au précédent (-44 %, à \$286 milliards). Cette chute résulte en partie de facteurs saisonniers : l'activité internationale des émetteurs de la zone euro tend à diminuer d'environ 18 % du deuxième au troisième trimestre. Les variations de change n'ont joué aucun rôle, car la dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar n'a même pas atteint 0,5 %.

...dû surtout aux signatures allemandes, négatives en termes nets

En termes nets, les émissions ont fortement régressé, tombant de \$310 milliards à \$33 milliards. Très actives au premier semestre, les signatures allemandes, en l'occurrence établissements financiers et entreprises, font apparaître un total négatif de -\$13,4 milliards, alors que les emprunts de l'État ressortent en légère progression. Si les chiffres nets sont également négatifs en Italie, ceux des emprunteurs espagnols et néerlandais s'inscrivent en hausse (respectivement de \$21,4 milliards et \$15,4 milliards).

Malgré cette baisse marquée en chiffres bruts, quelques montages importants ont été réalisés. Premièrement, la Banque européenne d'investissement a ainsi effectué deux grosses opérations : une à 5 ans en dollars EU (\$3 milliards) et une à 10 ans en euros (€5 milliards, soit \$6,1 milliards), assortie d'un coupon de 3,125 % et d'une prime de 8,1 pb par rapport au *Bund* 10 ans. Il s'agit de la première obligation 10 ans émise depuis deux ans par cette institution supranationale, qui lui a permis de compléter sa courbe de référence de 1 à 30 ans.

Demande soutenue d'échéances courtes

Deuxièmement, plusieurs grosses émissions de titres à taux variable d'échéance courte ont été signées, ce qui semble traduire une demande soutenue pour ce type d'instruments. Eurohypo AG, banque hypothécaire notée A, a lancé, le 8 septembre, une euro-obligation 3 ans présentant une

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2003	2004	2004		2005			Encours à fin sept. 2005
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 363,1	1 553,6	303,9	424,6	495,5	503,9	211,8	13 588,2
Taux variable	383,6	636,8	129,8	193,6	100,5	242,2	32,2	3 736,6
Taux fixe	958,5	922,9	176,8	235,4	397,4	266,8	188,4	9 521,1
Titres sur actions	20,9	-6,2	-2,7	-4,4	-2,4	-5,2	-8,8	330,4
Économies développées	1 282,2	1 433,2	276,6	396,6	462,1	474,1	167,8	12 044,0
États-Unis	260,5	223,2	34,8	63,9	65,1	53,9	42,3	3 356,4
Zone euro	731,8	779,7	139,8	220,2	283,8	309,6	32,7	5 902,1
Japon	-1,7	17,4	1,9	0,4	4,9	-2,4	4,6	269,4
Places franches	16,3	21,4	8,5	9,0	2,6	8,6	7,1	168,5
Économies émergentes	42,1	76,1	13,0	21,6	28,8	15,6	15,3	831,5
Établissements financiers	1 101,9	1 305,4	277,7	364,8	395,2	445,8	195,3	10 121,3
Secteur privé	907,3	1 095,5	226,4	316,4	319,2	369,4	186,3	8 562,8
Secteur public	194,5	209,9	51,3	48,4	76,1	76,4	9,0	1 558,5
Entreprises	110,2	73,8	11,7	43,0	13,8	13,6	-4,6	1 494,1
Secteur privé	90,9	55,9	12,5	34,7	21,9	6,8	-6,2	1 260,2
Secteur public	19,3	17,9	-0,9	8,4	-8,1	6,8	1,6	233,9
États	128,5	151,4	8,8	19,4	84,5	39,0	-0,6	1 428,5
Organisations internationales	22,5	22,9	5,8	-2,7	2,0	5,4	21,7	544,3

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

Tableau 3.2

prime de 5 pb sur Euribor 3 mois ; d'un montant de €3 milliards (\$3,64 milliards), l'opération s'inscrivait dans un programme de €20 milliards. La banque commerciale espagnole BBVA Senior Finance S.A. Unipersonal a émis pour €3 milliards (\$3,73 milliards) d'euro-obligations 2 ans, le 30 septembre, avec une prime de 2 pb sur Euribor 3 mois.

### Parts des monnaies : modifications substantielles

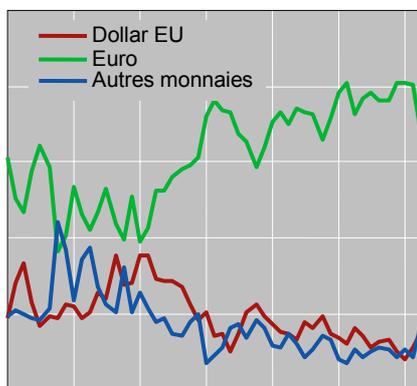
Depuis fin 2000, les montages en euros d'emprunteurs de la zone n'ont cessé d'augmenter. Au cours des deux années qui ont précédé l'Union monétaire, la part des émissions en monnaie nationale des résidents de la zone avait bondi, passant d'environ 40 % à 75 % (graphique 3.2). Après être revenue un temps à 60 % à la mi-2000, elle est remontée régulièrement, pour atteindre quelque 80 % au premier semestre 2005. En revanche, la part des émissions en euros des émetteurs hors zone n'a pas vraiment progressé. Le graphique montre que, depuis 2003, la proportion des émissions brutes en euros et en autres monnaies s'est accrue davantage que celle en dollars EU, mais qu'ensuite les modifications ont été relativement mineures.

La tendance à la progression des émissions en euros...

## Émissions brutes : ventilation par monnaie

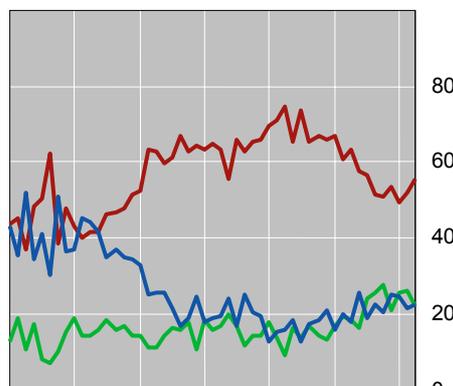
En %

### Émetteurs de la zone euro



1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005

### Autres émetteurs



1993 1995 1997 1999 2001 2003 2005

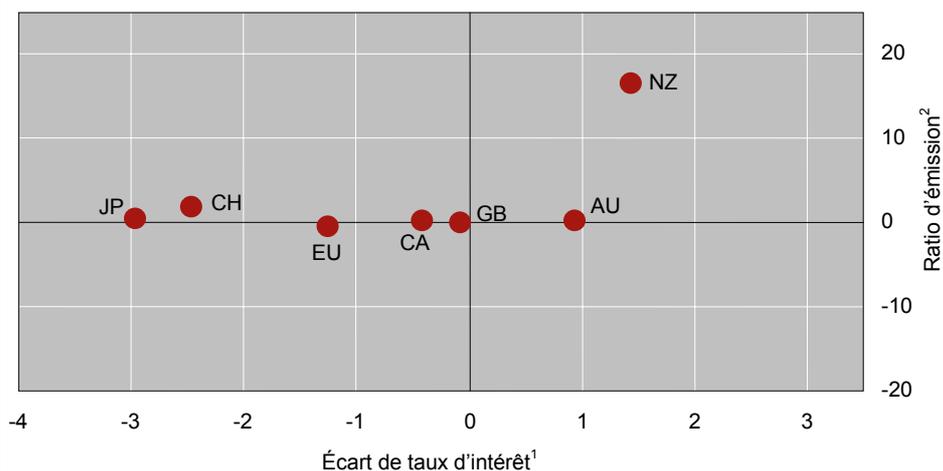
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Graphique 3.2

...s'inverse au troisième trimestre

Cela dit, la part des émissions en euros des signatures de la zone euro a baissé au troisième trimestre, parallèlement au recul prononcé de leurs émissions brutes globales, tout comme celle des opérations brutes et nettes en euros des emprunteurs hors zone (tableau 3.3). D'ailleurs, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2002, le montant net en euros (\$60,5 milliards) est inférieur au total en dollars EU (\$78,8 milliards).

## Écart de taux d'intérêt et émission dans certaines monnaies



AU = Australie, CA = Canada, CH = Suisse, EU = zone euro, GB = Royaume-Uni, JP = Japon, NZ = Nouvelle-Zélande.

<sup>1</sup> Rendement de l'emprunt d'État 10 ans émis sur le marché intérieur moins rendement du Trésor EU 10 ans, 2005 T3 (en %) ; zone euro : *Bund* 10 ans. <sup>2</sup> Numérateur = émissions brutes, épurées de la tendance, d'obligations internationales à moyen et long terme libellées dans une monnaie donnée ; dénominateur = émissions des résidents sur le marché intérieur, 2005 T3. Les tendances sont calculées sur la période 1995 T1–2005 T3.

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

Graphique 3.3

Obligations internationales à moyen et long terme : émissions nettes, par région <sup>1</sup> et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		2003	2004	2004		2005		
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
États-Unis	Dollar EU	204,9	134,8	5,0	51,0	42,6	56,3	14,0
	Euro	41,4	48,9	14,7	7,4	13,7	-3,2	12,1
	Livre sterling	12,0	22,9	10,6	4,7	5,5	1,1	6,9
	Yen	1,2	4,8	1,5	0,3	-1,1	-0,3	3,4
	Autres monnaies	1,0	11,7	3,0	0,5	4,5	-0,1	6,0
Zone euro	Dollar EU	74,7	56,8	9,7	15,7	15,2	15,0	14,9
	Euro	627,1	655,4	115,4	195,3	238,3	279,2	3,2
	Livre sterling	13,9	32,6	8,2	5,3	12,0	6,9	9,4
	Yen	-9,5	3,1	0,6	-3,0	5,0	0,4	-0,4
	Autres monnaies	25,6	31,8	5,8	6,9	13,3	8,0	5,6
Autres régions	Dollar EU	139,9	182,5	39,2	46,3	37,9	28,2	49,9
	Euro	115,0	218,5	62,6	47,8	61,1	56,0	45,2
	Livre sterling	58,9	78,7	8,2	29,1	31,4	25,7	27,5
	Yen	12,0	19,2	5,2	0,9	0,1	-6,5	-3,0
	Autres monnaies	45,0	51,8	14,0	16,5	16,2	37,1	17,1
Total	Dollar EU	419,4	374,0	53,9	113,0	95,6	99,5	78,8
	Euro	783,5	922,9	192,8	250,5	313,0	332,0	60,5
	Livre sterling	84,8	134,2	27,0	39,0	48,9	33,7	43,8
	Yen	3,7	27,2	7,3	-1,8	4,0	-6,4	0,0
	Autres monnaies	71,7	95,3	22,9	23,9	34,0	45,0	28,6

<sup>1</sup> Selon le pays d'origine de l'émetteur.  
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.3

Si le dollar EU a regagné du terrain durant le trimestre, d'autres monnaies ont aussi nettement progressé ; ainsi, les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme en dollars australiens et néo-zélandais ont augmenté de respectivement 39 % et 88 %. Des analyses antérieures ont montré que la part des émissions brutes dans une monnaie donnée tend à croître en fonction du volume d'émission dans le pays et de l'écart de taux longs entre les titres dans cette monnaie et les valeurs du Trésor EU<sup>2</sup>. Ce constat est confirmé par le fait que les taux australiens et néo-zélandais ont été bien plus élevés que ceux du dollar EU ces derniers trimestres (graphique 3.3). Un examen plus approfondi indique cependant que la relation entre volume d'émission et écarts de taux n'a pas été toujours déterminante au troisième trimestre : les montages en dollars canadiens et en francs suisses, par exemple, ont été, eux aussi, importants par

Bond des  
émissions en  
dollars australiens  
et néo-zélandais

<sup>2</sup> B. Cohen, « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005, pp. 53-66. La part des émissions dans une monnaie augmente aussi généralement en fonction de sa vigueur vis-à-vis du dollar EU. Les cours contre dollar EU des monnaies figurant dans le graphique 3.3 étaient tous relativement élevés au troisième trimestre par rapport à leur niveau moyen depuis 1995.

rapport à leurs niveaux historiques, alors que les taux longs au Canada et en Suisse étaient plus bas qu'aux États-Unis.

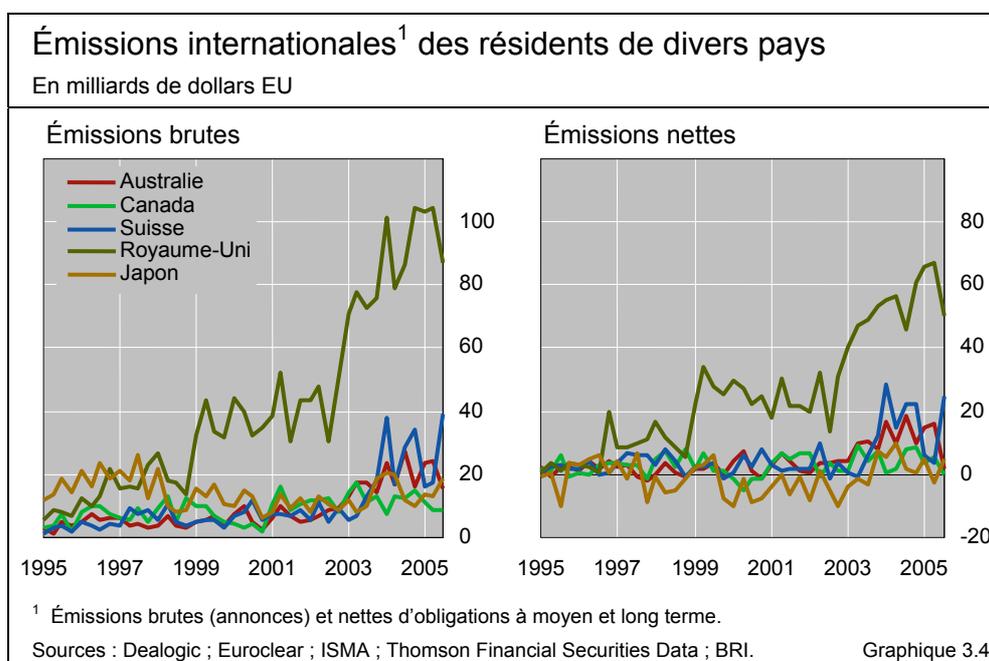
### Autres économies développées : confirmation du dynamisme

Les émissions des autres économies développées suivent le rythme...

Dans plusieurs autres économies développées, les émissions brutes ont augmenté (graphique 3.4) : de 128 % en Suisse, 40 % au Japon et 6 % au Canada, avec un impact assez limité, cependant, car ces pays représentent une part relativement modeste du marché international. Les encours des signatures britanniques, canadiennes et japonaises, par exemple, s'inscrivaient respectivement à \$1 400 milliards, \$300 milliards et \$269 milliards en septembre 2005, contre \$5 900 milliards pour les signatures de la zone euro et \$3 400 milliards pour celles des États-Unis.

...notamment avec une grosse opération au Canada

L'une des plus grosses opérations a été montée par Canada Housing Trust N° 1, structure *ad hoc* qui a émis une obligation à taux fixe pour un montant de CAD 4,35 milliards (\$3,7 milliards) garantie par Canada Mortgage and Housing Corporation ; elle présente une échéance de 5 ans et une prime de 8 pb par rapport à l'emprunt d'État janvier 2010. Comme le gouvernement canadien est moins présent sur le marché, de tels titres d'entreprises paragouvernementales bien notées sont recherchés. Autre annonce importante : celle de Royal Bank of Scotland, qui a offert une obligation 3 ans en dollars EU d'un montant de \$3 milliards ; cet établissement est devenu l'un des principaux acteurs du marché international ces dernières années, avec un volume brut moyen de \$21 milliards par an depuis 2003.



## Rebond des émissions à haut rendement après les turbulences du printemps

Les émissions brutes des signatures à haut rendement des économies développées ont progressé de plus de 50 % d'un trimestre sur l'autre, à \$9,5 milliards (graphique 3.5), ce qui compense largement, en pourcentage, la forte baisse du trimestre précédent, liée au déclassement de General Motors et Ford en catégorie spéculative et à l'augmentation notable des primes sur le marché secondaire. Début juillet, cependant, les primes sur l'indice Merrill Lynch étaient redescendues à leurs niveaux de fin mars, pour tomber à un creux de 325 pb le 29 juillet. Globalement, les investisseurs sont revenus vers les titres à risque plus élevé et à rendement supérieur, de sorte que les émetteurs moins bien notés ont profité de conditions de financement plus avantageuses ; néanmoins, les volumes sont restés en retrait par rapport à 2004.

Rebond des émissions à haut rendement...

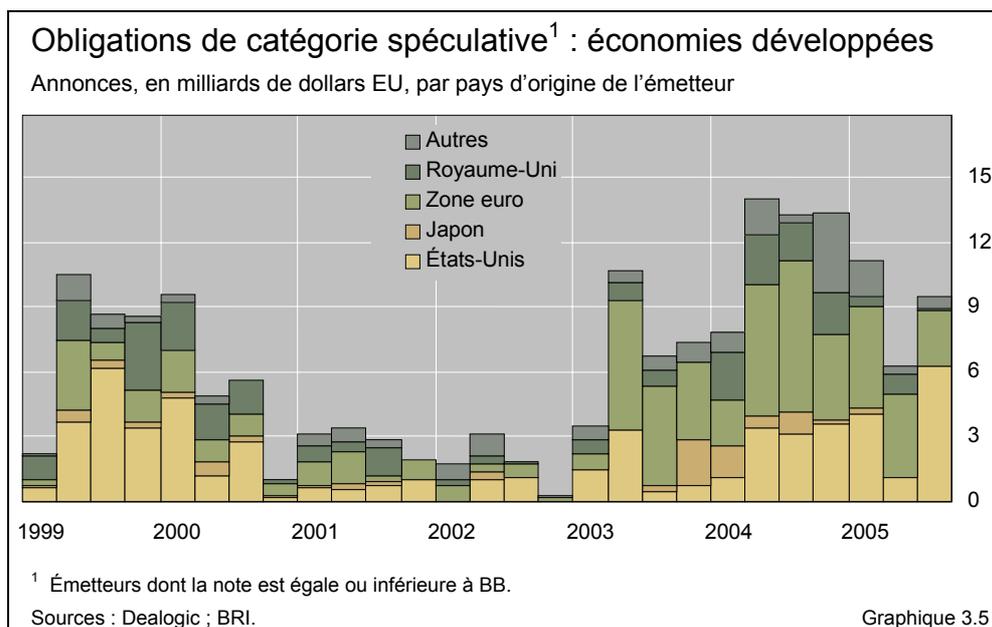
La forte augmentation des émissions à haut rendement a été due notamment à la progression des rachats d'entreprises financés par l'emprunt. Sungard Data Systems Inc., en particulier, a lancé un programme de deux obligations (notées B- par Standard & Poor's) dans le cadre d'un montage de \$11,3 milliards réalisé par des spécialistes de capital-investissement. À sa signature, il s'agissait de la plus grosse transaction de ce type depuis RJR Nabisco en 1989 ; elle a été financée par \$5 milliards d'emprunts bancaires, \$3 milliards d'obligations et par des liquidités pour le solde.

...dû notamment à l'augmentation des rachats d'entreprises

## Emprunts des économies émergentes : record annuel en vue

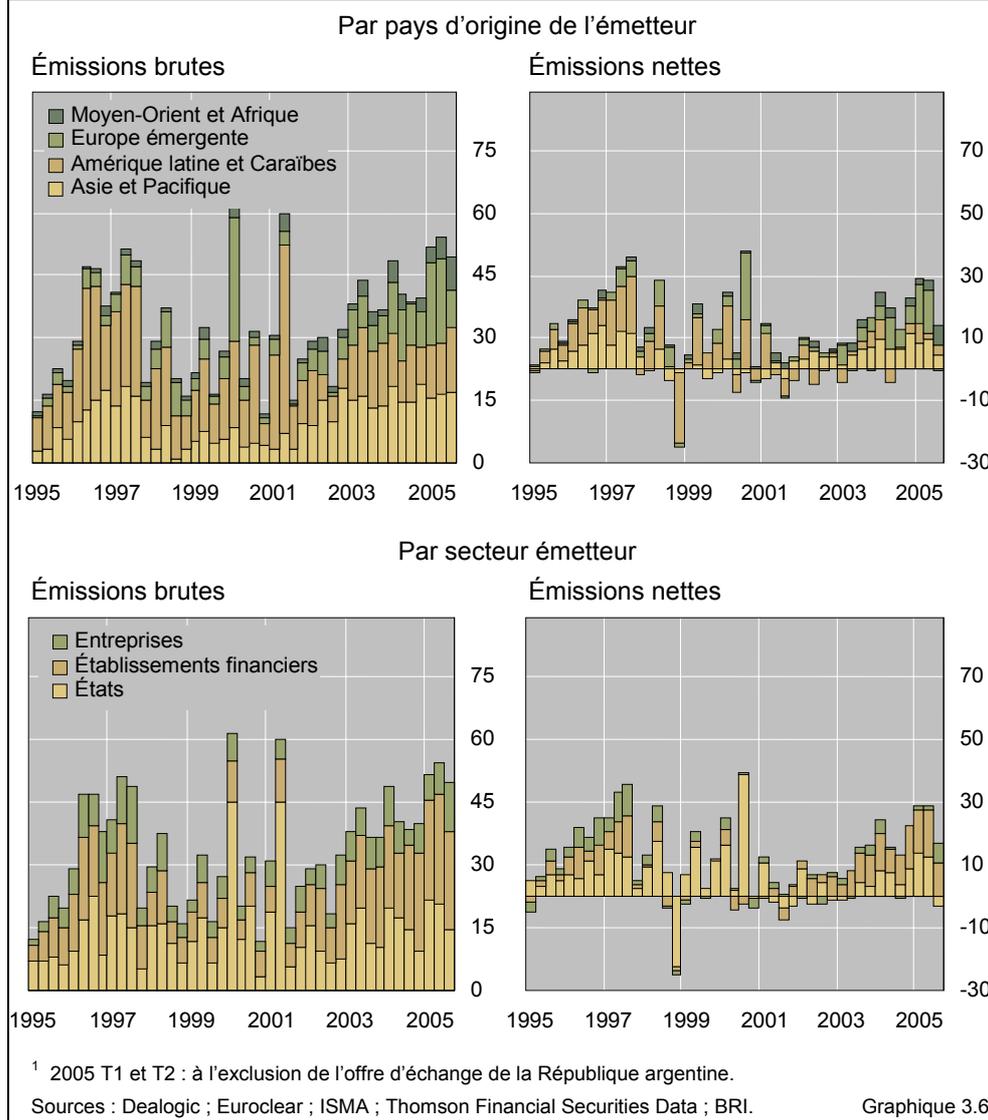
Les emprunteurs des économies émergentes se sont de nouveau montrés très actifs. Malgré un léger recul des émissions brutes par rapport aux deux premiers trimestres, le volume a déjà dépassé celui des dernières années, y

Les émissions des économies émergentes demeurent substantielles...



## Titres de dette : économies émergentes<sup>1</sup>

Émissions, en milliards de dollars EU



compris celui de 2004, pourtant exceptionnel (graphique 3.6)<sup>3</sup>. L'activité des signatures de ces régions revêt un caractère nettement saisonnier avec, au troisième trimestre, des montants généralement inférieurs de 14 % à leur moyenne annuelle. Cette fois, les émissions brutes ont progressé de 32 % par rapport à la même période de 2004.

Comme les turbulences du printemps sur les marchés américains de la dette n'ont guère eu de répercussions sur les économies émergentes, un rebond semblable à celui des émissions à haut rendement aux États-Unis n'était pas à attendre. Certes, les conditions ont été très favorables et les primes sur le marché secondaire n'ont cessé de diminuer. Le 3 octobre, les primes sur l'indice EMBI+ (hors Argentine) de JPMorgan Chase étaient

<sup>3</sup> Abstraction faite des emprunts restructurés de la République argentine (\$35,6 milliards depuis le premier trimestre 2005). Pour de plus amples détails sur l'échange de dette de ce pays, voir « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005.

...grâce à la  
persistance de  
conditions de  
financement  
attractives

revenues à un creux historique de 235 pb, soit 69 pb de moins qu'au début du trimestre. Toutefois, comme de nombreux émetteurs avaient déjà assuré au premier semestre l'essentiel de leurs financements pour l'année, l'offre de titres a été moindre. Il apparaît même que les emprunts des économies émergentes ont sérieusement chuté au début du quatrième trimestre (« Vue d'ensemble »).

L'examen par région et par secteur révèle deux caractéristiques essentielles. Premièrement, les émissions brutes ont augmenté en Asie-Pacifique, en Amérique latine, au Moyen-Orient et en Afrique, mais elles ont notablement baissé en Europe émergente (-55 %, à \$8,9 milliards) ; en termes nets, pour l'ensemble des régions émergentes, le volume n'a régressé que de 1,9 %, à \$15,3 milliards, alors qu'il est voisin de zéro pour l'Europe émergente, contre \$14,9 milliards au trimestre précédent. Deuxièmement, les gouvernements et établissements financiers, qui occupent habituellement une position prépondérante, ont été en retrait, les signatures souveraines ayant réduit leurs émissions nettes de \$2,9 milliards. Les entreprises, en revanche, ont été davantage présentes, avec respectivement \$11,6 milliards et \$6,1 milliards d'émissions brutes et nettes.

Les entreprises empruntent le plus

En Amérique latine, la République fédérative du Brésil a été particulièrement active. Fin juillet, tout d'abord, le gouvernement a annoncé l'échange de toutes les obligations Brady en circulation contre des euro-obligations en dollars EU. La valeur nominale des nouveaux titres, remboursables dans environ 12 ans, représente au total \$4,5 milliards. Puis, début septembre, a été lancée une autre obligation en dollars EU (\$1 milliard), qui arrivera à échéance dans près de 20 ans. Peu après, les autorités ont procédé à une grosse émission d'obligations planétaires en reals (infra).

Grand dynamisme de l'État brésilien...

Plusieurs emprunteurs mexicains ont également animé le marché, pour des montants bruts (\$1,6 milliard) certes bien inférieurs à ceux du Brésil, mais néanmoins élevés en termes nets (environ \$1 milliard). Southern Peru Copper Corp., société mexicaine opérant aux États-Unis, a réalisé deux montages en dollars EU (\$200 millions à 10 ans et \$600 millions à 30 ans). La durée particulièrement longue de la seconde s'inscrit dans une tendance générale pour les signatures d'Amérique latine durant ce trimestre : l'échéance moyenne des titres à taux fixe émis par les entreprises de ces régions est ainsi passée de 10,5 à 13,2 ans. La deuxième plus grosse transaction mexicaine a concerné une euro-obligation 10¼ ans en monnaie locale de la compagnie pétrolière América Móvil S.A. de C.V., pour une valeur nominale de 5 milliards de pesos (\$466 millions).

...et de plusieurs signatures mexicaines

En Asie-Pacifique, la Chine et la Corée arrivent en tête des volumes d'émissions. Leurs signatures souveraines ont vu remonter leur notation Standard & Poor's (respectivement de BBB+ à A- et de A- à A, les 20 et 27 juillet) ; le 19 septembre, Fitch a mis à l'étude le relèvement de la note coréenne. Pourtant, les plus grosses opérations n'ont pas été le fait des administrations centrales mais, entre autres, de l'Export-Import Bank of China et de la China Development Bank : \$1 milliard à 10 ans en dollars EU chacune, plus \$500 millions pour la seconde. En Corée, c'est la Korea Development

Les établissements financiers chinois et coréens empruntent de gros montants

Bank qui a obtenu le montant le plus important (\$750 millions en dollars EU, échéance 5 ans).

Le gouvernement des Philippines revient sur les marchés mondiaux...

Mi-septembre, la République des Philippines a lancé une obligation en dollars EU 10½ ans pour une valeur de \$1 milliard, achevant ainsi son programme de financement pour 2005. Malgré des problèmes politiques et budgétaires et plusieurs incidents de notation, cet émetteur souverain a eu facilement accès aux marchés mondiaux cette année, car ses primes sur le marché secondaire ont diminué. Ce montage était assorti d'une prime de 430 pb par rapport au Trésor EU 10 ans, niveau voisin de celui auquel s'échangeait la dette philippine juste avant la transaction, selon l'indice EMBI+ de JPMorgan.

...tandis que la République de Pologne réduit ses émissions

Pour l'Europe émergente, le recul des émissions est largement imputable à la Pologne et à la Turquie. Très active au cours des derniers trimestres, la République de Pologne n'a signé qu'un emprunt à moyen terme en euros d'une valeur nominale de €750 millions. Des entreprises russes ont réalisé trois des cinq plus grosses opérations, dont deux obligations en dollars EU proposées par Gazprom à travers Gazstream S.A.

Au Moyen-Orient et en Afrique, les émissions brutes ont totalisé \$7,1 milliards, contre \$4,9 milliards au deuxième trimestre. En septembre, les émissions nettes dépassaient déjà de \$1,3 milliard leur total de 2004. En termes bruts, l'Égypte et le Qatar ont émis chacun environ un tiers du volume de la région. Pour ce dernier pays, l'activité s'est limitée à deux obligations en dollars EU proposées par Ras Laffan Liquefied Natural Gas Co Ltd.

## Poursuite de la progression des émissions en monnaie locale

Augmentation des émissions en monnaie locale des économies émergentes...

De nouveau en progression, cette fois de 10 %, les émissions en monnaie locale des économies émergentes ont atteint \$2,1 milliards (graphique 3.7), portant leur total à \$5,5 milliards sur les trois premiers trimestres de 2005, qui est donc en passe de devenir – et très largement – une année record pour ce segment<sup>4</sup>.

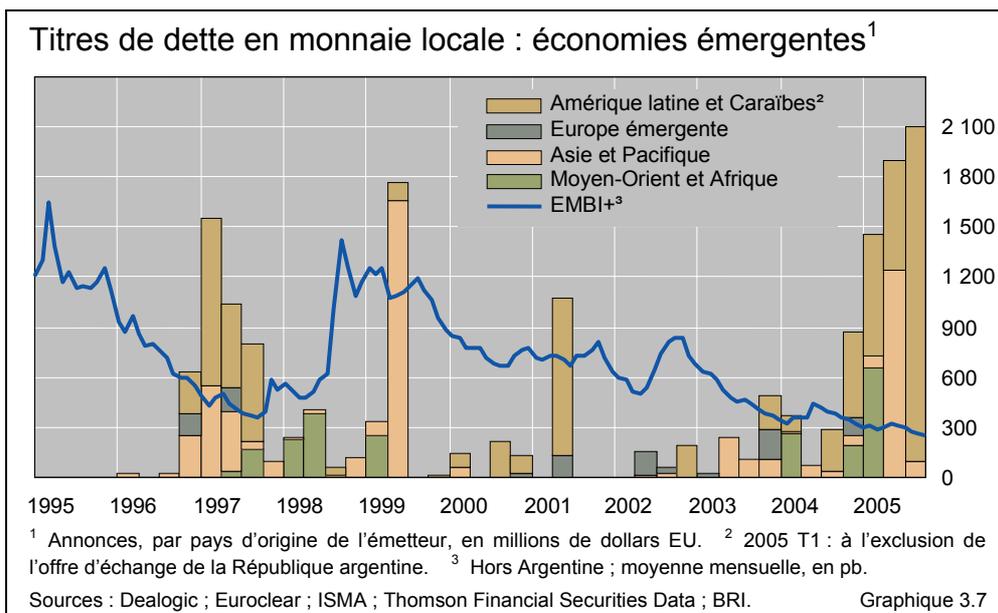
Ces dernières années, les signatures latino-américaines sont celles qui ont émis le plus de titres en monnaie locale<sup>5</sup>. Les chiffres les plus récents montrent que cette tendance s'est confirmée (\$2 milliards), grâce surtout à une émission, fin septembre, du gouvernement brésilien, pour une valeur nominale de BRL 3,4 milliards (\$1,48 milliard)<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Hors emprunts restructurés de la République argentine (\$15,7 milliards depuis le premier trimestre 2005).

<sup>5</sup> Pour une analyse approfondie des titres de dette internationaux en monnaie locale en Amérique latine, voir ci-après l'étude « Emprunts d'État internationaux en monnaie locale : exemples récents en Amérique latine ».

<sup>6</sup> Trois autres signatures d'Amérique latine ont emprunté en monnaie locale : deux banques brésiliennes et une compagnie pétrolière mexicaine.



Cette opération paraît marquer une étape décisive pour les émissions en monnaie locale, en général, et celles de l'État brésilien, en particulier. D'un montant substantiel, elle offre des obligations à taux fixe (coupon de 12,5 %) et échéance longue (5 janvier 2016) notées B1 par Moody's et BB- par Fitch à son lancement. Les titres ont été souscrits, pour les deux tiers environ, par des investisseurs nord-américains et, pour le reste, principalement par des européens. Les précédents titres en reals étaient de montant nettement moins important ou de nature plus complexe. Comme il s'agissait cette fois d'un montage assez original, on manquait de références tarifaires claires. L'échéance la plus longue pour une obligation domestique à taux fixe du gouvernement brésilien était d'environ sept ans ; quant aux marchés des contrats à terme, ils ne sont guère développés dans le segment long. Les taux d'intérêt brésiliens avaient baissé juste avant l'opération, la banque centrale ayant réduit ses taux le 14 septembre, six jours avant l'annonce du lancement. Finalement, l'emprunt a été sursouscrit plusieurs fois et émis à un rendement de 13,1 %. Lors du placement, les écarts cours acheteur-vendeur étaient apparemment très faibles par rapport à d'autres montages en reals (instruments structurés ou émissions moins importantes) négociés sur le marché mondial.

...due surtout à une grosse opération en reals de la République fédérative du Brésil