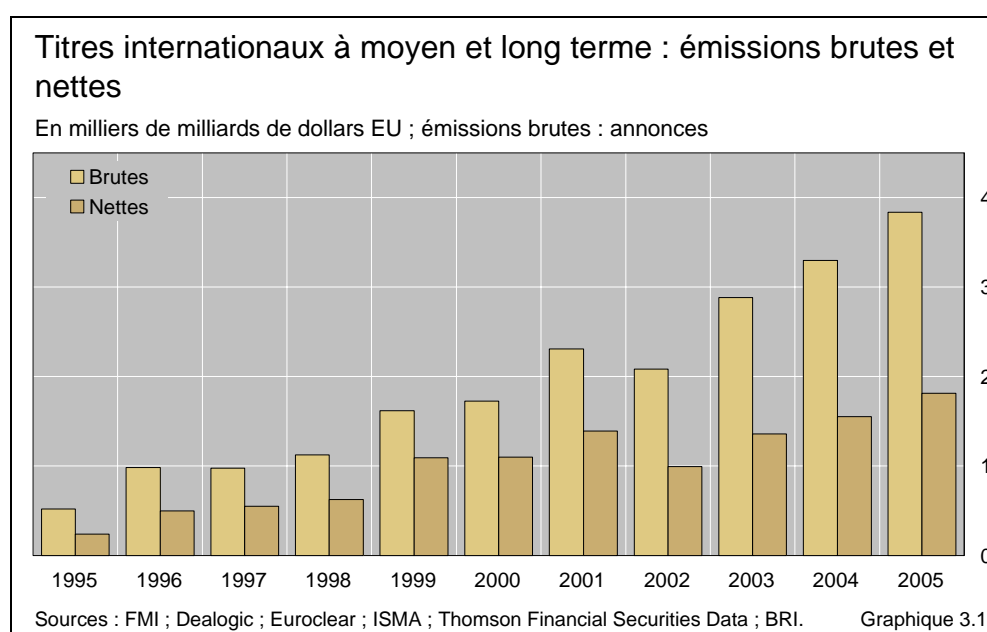


3. Marché des titres de dette

Au **quatrième trimestre 2005**, le volume mondial d'obligations à moyen et long terme (sauf indication contraire, les chiffres ne comprennent pas les titres à court terme) s'est accru de 25 % en termes bruts et dépassait de 4 % la moyenne des neuf derniers mois, alors même que la période est d'ordinaire la plus calme de l'année ; 2005 a marqué un record, avec une progression de 16 % par rapport à 2004 et supérieure de 120 % à la moyenne de 1995–2004 (graphique 3.1).

En termes nets, les émissions mondiales ont plus que doublé, passant de \$237 milliards à \$572 milliards, grâce aux emprunteurs des États-Unis, de la zone euro et des économies émergentes. Sur l'année également, la croissance a été rapide : 17 % dans l'ensemble et 26 % pour les économies émergentes. Les émissions nettes rapportées au PIB mondial (pourtant en assez forte hausse) ont atteint leur deuxième plus haut niveau historique. Seules les émissions japonaises ont fait exception, à \$8,5 milliards uniquement.

Les emprunts des économies émergentes sont restés dynamiques, parachevant une année record : en hausse de plus de 50 %, les émissions



brutes ont manifestement bénéficié des fort bonnes conditions de financement offertes pendant la majeure partie de l'année, notamment d'un resserrement historique des primes (« Vue d'ensemble »). Après un troisième trimestre très terne, les emprunts de la zone euro ont progressé de presque 50 %. Particulièrement actifs, les emprunteurs américains ont augmenté leurs émissions brutes de 20 %. Dans les pays développés, les émissions à haut rendement ont diminué, malgré la stabilité des primes.

Emprunts des économies émergentes : année record

En 2005, les montants bruts records émis par les emprunteurs des économies émergentes ont totalisé \$231 milliards, contre \$96 milliards en termes nets (tableaux 3.1 et 3.2). Au quatrième trimestre, les montants bruts et nets ont augmenté de 5 % et 87 % respectivement. Ce volume est d'autant plus étonnant que nombre de signatures semblaient avoir déjà obtenu l'essentiel de leurs financements pour 2005 ; il est si élevé que certaines auraient même, en fin d'année, couvert leurs besoins pour 2006.

Quasi-doublingement des émissions nettes...

Les conditions de financement sont demeurées très attractives, les primes sur le marché secondaire se maintenant à des niveaux exceptionnellement bas. L'augmentation des émissions et la baisse des primes résultent de ce qui est largement perçu comme une atténuation marquée des risques macroéconomiques structurels dans les économies émergentes (« Vue d'ensemble »). Ainsi, 13 signatures souveraines ont vu leur note relevée par au moins l'une des trois grandes agences entre le 1^{er} octobre 2005 et le 31 janvier 2006¹. En outre, on ne voit guère de signes de diminution du goût des investisseurs pour le risque associé aux obligations émergentes.

...grâce à des conditions de financement restées favorables

Au quatrième trimestre 2005, les émissions brutes globales (à moyen et long terme plus instruments de court terme) ont augmenté en Afrique–Moyen-Orient, en Europe émergente et en Asie–Pacifique, mais diminué en Amérique latine. Les émissions nettes se sont accrues partout, sauf en Afrique–Moyen-Orient (graphique 3.2)². La répartition par secteur est inversée par rapport au trimestre précédent : intensification des emprunts bruts et nets des souverains et des établissements financiers ; repli de ceux des entreprises.

Sur les marchés émergents, le plus gros montant a été émis par PCFC Development, emprunteur d'Afrique–Moyen-Orient qui a obtenu \$3,5 milliards en dollars EU pour une durée de 2 ans. Autres montages notables pour la région : une obligation en euros de l'État d'Israël (€750 millions, soit \$891 millions) – son plus gros emprunt sur le marché

Grosses opérations au Moyen-Orient...

¹ Parmi les pays ayant bénéficié d'un relèvement de note, deux appartiennent au groupe Afrique–Moyen-Orient (Arabie Saoudite et Oman), trois à l'Asie (Chine, Corée et Kazakhstan), cinq à l'Europe émergente (Bulgarie, Lituanie, Russie, Slovaquie et Turquie) et trois à l'Amérique latine (Brésil, Mexique et Venezuela).

² Les chiffres cités ne comprennent pas les emprunts restructurés de la République argentine (\$15,7 milliards annoncés au premier trimestre 2005 (mars) et réalisés au deuxième (avril)).

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

En milliards de dollars EU

	2004	2005	2004	2005			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	3 296,9	3 836,3	822,3	1 076,9	979,5	791,7	988,1
Long terme	1 782,7	2 045,0	434,9	595,8	516,9	427,8	504,4
Moyen terme	1 514,2	1 791,3	387,4	481,0	462,6	363,9	483,8
Taux variable	1 254,5	1 470,7	327,9	335,5	412,0	273,6	449,7
Taux fixe	1 985,1	2 323,9	483,2	724,9	561,0	511,7	526,3
Titres sur actions ¹	57,4	41,7	11,2	16,5	6,5	6,5	12,1
Dollar EU	1 153,1	1 322,3	284,1	315,8	300,6	329,0	376,9
Euro	1 596,6	1 832,0	389,7	568,9	533,8	301,3	428,0
Yen	111,2	114,8	25,9	30,6	27,0	30,8	26,4
Autres monnaies	436,0	567,2	122,6	161,6	118,2	130,6	156,8
Économies développées	3 008,3	3 447,7	751,9	953,9	888,6	701,4	903,9
États-Unis	773,6	835,7	182,3	214,6	168,4	206,1	246,6
Zone euro	1 469,4	1 792,4	364,8	532,4	519,7	297,9	442,4
Japon	62,0	56,3	9,9	13,9	13,3	19,0	10,2
Places franches	39,2	50,4	13,5	11,4	13,3	12,4	13,3
Économies émergentes	152,4	230,9	35,1	83,3	49,4	47,8	50,3
Établissements financiers	2 684,9	3 173,1	688,3	841,7	815,2	677,3	838,8
Secteur privé	2 279,5	2 744,7	592,1	696,6	682,7	605,8	759,5
Secteur public	405,4	428,4	96,2	145,1	132,5	71,5	79,3
Entreprises	269,9	239,4	75,0	58,6	56,8	48,2	75,9
Secteur privé	232,7	208,5	60,9	55,1	43,9	40,2	69,2
Secteur public	37,2	30,9	14,0	3,4	12,9	7,9	6,6
États	245,0	316,5	37,3	148,3	79,3	36,1	52,8
Organisations internationales	97,1	107,3	21,8	28,3	28,2	30,1	20,7
Émissions effectives	3 300,5	3 817,2	864,3	1 016,4	1 022,0	768,5	1 010,3
Remboursements	1 747,6	2 003,8	439,8	521,5	512,3	531,1	438,8

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

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

Tableau 3.1

international des titres depuis avril 2004 – et une obligation en dollars EU de National Bank of Abu Dhabi PJSC (\$850 millions). Malgré l'exacerbation des tensions politiques locales, le Liban (classé comme place franche dans les statistiques BRI) a réussi à collecter \$750 millions en dollars EU le 18 octobre.

...et en Russie

Les emprunteurs russes, en majorité des sociétés financières, ont largement contribué à l'augmentation sensible des émissions d'Europe émergente. Les plus gros montages ont été signés par l'unité de financement d'un géant de l'énergie, Gaz Capital SA, et par Vneshtorgbank for Foreign Trade Capital SA. La République de Turquie a levé \$750 millions en dollars EU en novembre et €350 millions (\$409 millions) début décembre, mois pendant lequel Moody's a rehaussé de B1 à Ba3 la note de sa dette en devises à long terme.

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2004	2005	2004	2005				Encours à fin déc. 2005
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 552,9	1 813,4	424,4	494,8	509,6	237,4	571,6	13 995,4
Taux variable	634,4	677,1	193,5	98,5	242,8	45,4	290,4	3 974,5
Taux fixe	924,7	1 155,9	235,3	398,6	272,0	200,5	284,9	9 698,0
Titres sur actions	-6,2	-19,6	-4,4	-2,2	-5,1	-8,5	-3,8	322,8
Économies développées	1 434,2	1 661,5	396,5	461,1	476,5	192,9	531,1	12 423,7
États-Unis	225,3	267,8	61,8	63,9	47,9	42,1	113,8	3 444,6
Zone euro	779,1	939,0	222,2	283,3	317,4	56,5	281,8	6 100,1
Japon	17,4	8,5	0,4	4,9	-2,4	5,0	1,0	264,0
Places franches	19,5	27,1	9,0	2,8	8,6	8,6	7,1	174,1
Économies émergentes	76,4	95,9	21,6	29,0	15,3	18,0	33,6	861,8
Établissements financiers	1 305,1	1 576,9	365,0	394,1	447,4	223,3	512,1	10 513,3
Secteur privé	1 095,3	1 387,1	316,3	318,0	370,4	212,7	486,0	8 951,9
Secteur public	209,9	189,8	48,7	76,1	76,9	10,6	26,1	1 561,4
Entreprises	73,5	64,6	42,7	14,3	14,1	-3,1	39,5	1 517,6
Secteur privé	55,7	63,2	34,7	22,4	6,9	-4,8	38,7	1 286,5
Secteur public	17,8	1,4	8,1	-8,1	7,1	1,6	0,8	231,0
États	151,4	143,0	19,4	84,5	39,0	-0,7	20,3	1 428,7
Organisations internationales	22,9	28,9	-2,7	2,0	9,3	17,9	-0,2	535,8

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

Tableau 3.2

En Asie-Pacifique, la République d'Indonésie a monté les deux plus grosses opérations (en dollars EU) : \$900 millions à 10 ans et \$600 millions à 30 ans. En termes bruts et nets, c'est la Corée du Sud qui a levé le plus de capitaux : le 26 octobre, deux jours après le rehaussement (de A à A+) de sa note par Fitch, la République de Corée a lancé une opération en deux tranches : une obligation 10 ans en euros (€500 millions, soit \$601 millions) et une obligation 20 ans en dollars EU (\$400 millions).

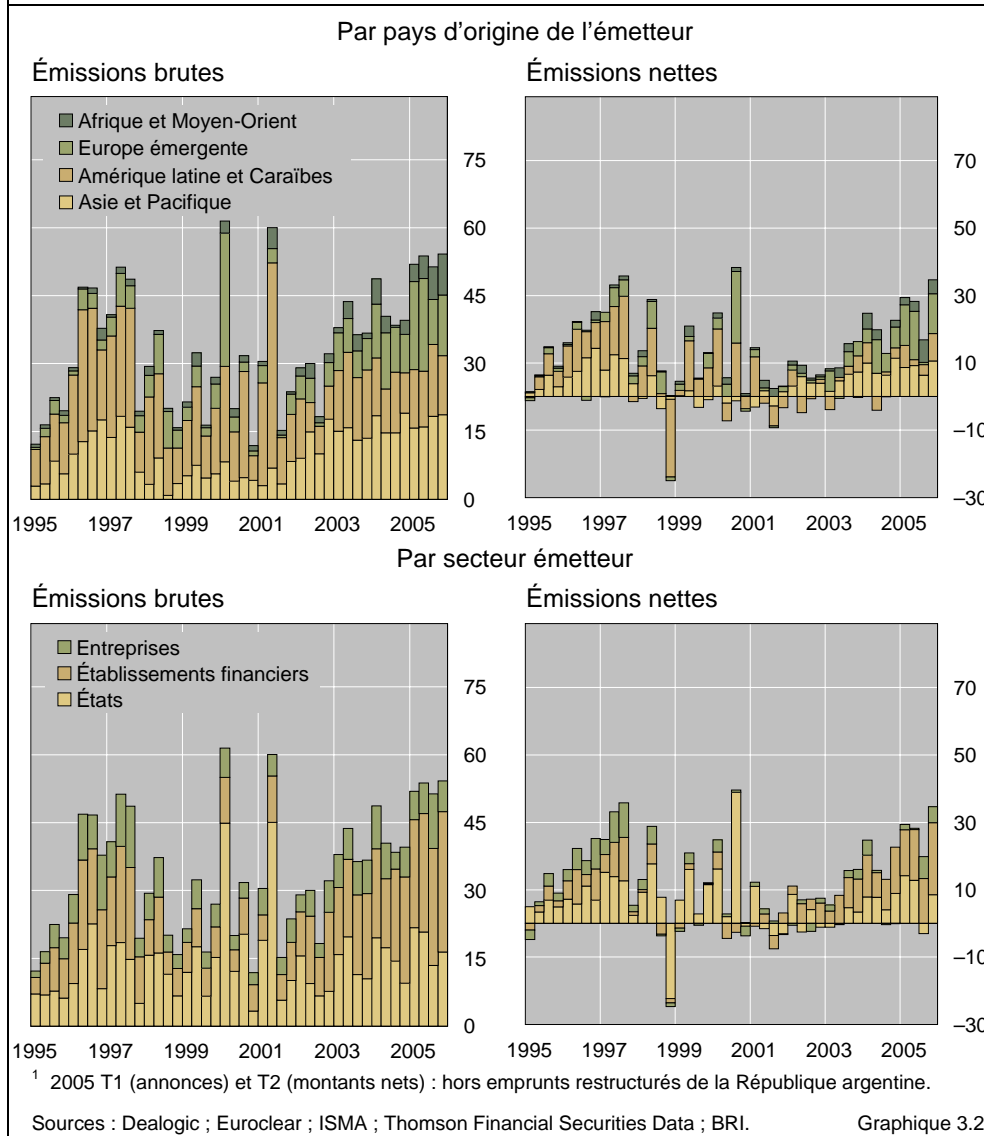
Malgré la baisse des émissions brutes en Amérique latine, les émissions nettes ont plus que doublé, à \$8,2 milliards, les principaux bénéficiaires étant le Brésil et le Venezuela (\$2,3 milliards et \$2,9 milliards respectivement)³. Deux faits sont à signaler : premièrement, le Brésil et l'Argentine ont fini de rembourser leurs prêts FMI en décembre ; deuxièmement, le 12 décembre, la République de l'Équateur a sollicité les marchés mondiaux pour la première fois depuis son défaut, en 1999 ; son obligation 10 ans en dollars EU (valeur nominale \$650 millions et coupon 9,375 %) a été souscrite, dans une large mesure, par la République du Venezuela. Bien que l'économie bénéficie des

L'Équateur revient sur les marchés des capitaux

³ Début février 2006, Standard & Poor's a relevé de B+ à BB- la note de la République du Venezuela.

Titres de dette internationaux : économies émergentes¹

Émissions, en milliards de dollars EU

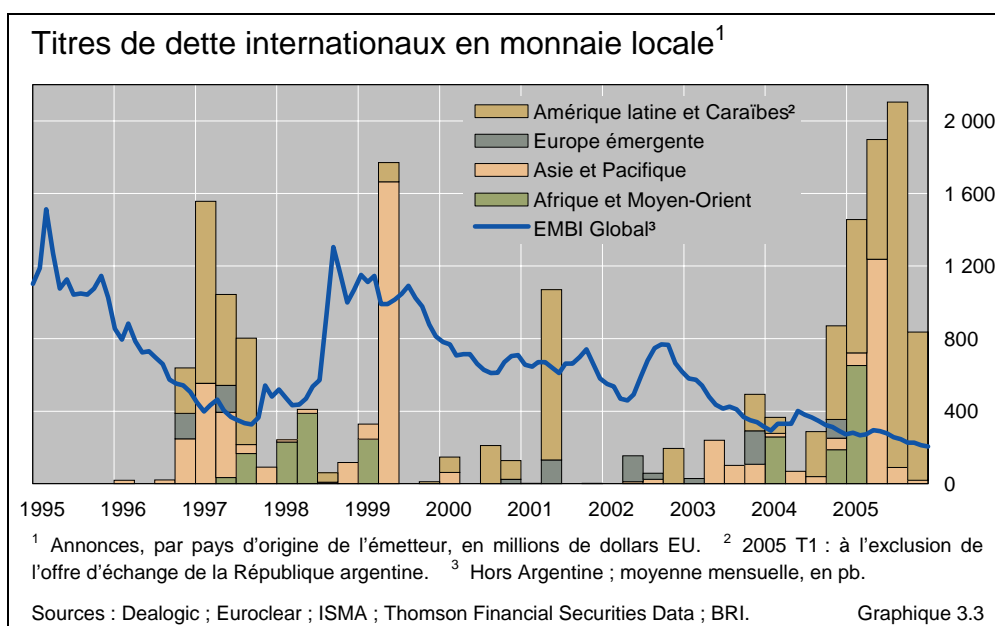


cours élevés du pétrole, l'Équateur – cinquième producteur d'Amérique latine – présente quelques risques du côté budgétaire, liés à la loi sur la responsabilité budgétaire, à la réforme fiscale et au régime public de retraite.

Fléchissement des émissions en monnaie locale

Année record, 2005 termine cependant en repli

Au quatrième trimestre 2005, les émissions internationales en monnaie locale des économies émergentes ont chuté, pour la première fois en six trimestres (graphique 3.3), avec 11 émissions totalisant \$837 millions. L'année 2005 constitue néanmoins une année record pour ce segment : le montant émis (\$6,3 milliards) n'a jamais été aussi élevé depuis 1995.



Ce sont les signatures d'Amérique latine qui ont le plus contribué à l'essor des emprunts internationaux en monnaie locale dans les économies en développement en 2005. Avec \$4,2 milliards récoltés, elles ont devancé les emprunteurs d'Asie-Pacifique (\$1,4 milliard). La République fédérative du Brésil et les établissements financiers d'Amérique latine ont joué un rôle clé. Au dernier trimestre, la République de Colombie a obtenu le plus gros montant, COP 569 milliards (\$250 millions), à 10 ans. Pour l'essentiel, le solde est allé aux banques brésiliennes Banco Bradesco SA et Banco Votorantim SA.

Dynamisme inhabituel des émetteurs aux États-Unis

Après une période prolongée de relative atonie, les émissions américaines brutes ont augmenté, pour le deuxième trimestre d'affilée, passant de \$206 milliards à \$247 milliards sur les trois derniers mois de 2005 ; d'une année sur l'autre, la hausse est de 8 %, à \$836 milliards. Cela contredit la tendance saisonnière : au quatrième trimestre, les emprunts bruts sont habituellement de 10–15 % inférieurs à la moyenne annuelle (« Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005). Les émissions nettes ont, elles, pratiquement triplé, à \$114 milliards.

À l'origine de 36 % des émissions brutes américaines, les agences ont, une fois encore, été les plus actives, avec toutefois d'importantes disparités. Freddie Mac, en particulier, a continué d'accroître ses emprunts, avec des émissions brutes et nettes en hausse de 45 % et 212 % respectivement (graphique 3.4) ; l'agence a obtenu pratiquement 25 % des emprunts nets. Fannie Mae, à l'inverse, a poursuivi son retrait, avec une baisse de \$12,8 milliards de ses émissions nettes ; elle s'attache probablement à réduire son portefeuille hypothécaire, même après avoir relevé son ratio de fonds propres fin septembre, pour satisfaire à la demande de son superviseur, l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight.

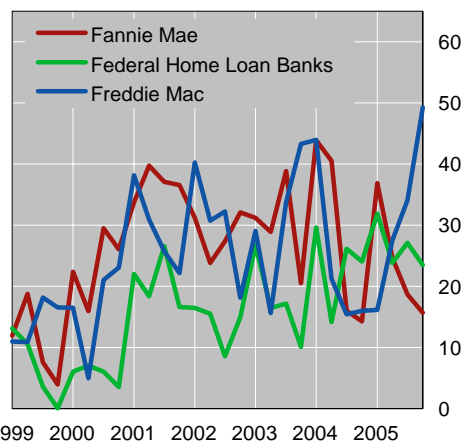
Regain d'activité aux États-Unis...

...alimenté par plusieurs montages de Freddie Mac

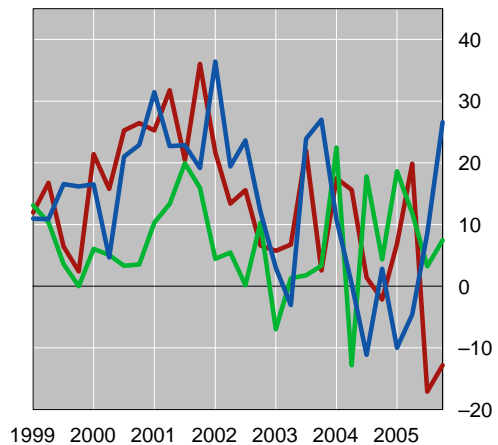
Émissions internationales des agences fédérales américaines

En milliards de dollars EU

Émissions brutes¹



Émissions nettes



¹ Annonces.

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

Graphique 3.4

Freddie Mac a signé plusieurs opérations pour plus de \$1 milliard et une durée allant de 1,5 an à 30 ans, notamment quatre programmes d'émission de \$4 milliards chacun, assortis d'échéances comprises entre 2 ans (prime de 24,5 pb par rapport au Trésor EU) et 10 ans (36,5 pb).

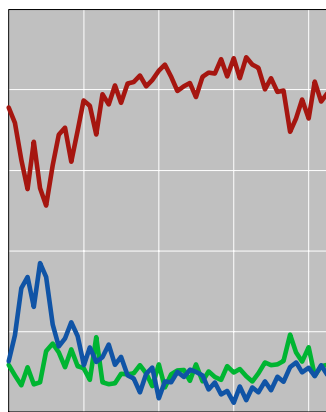
Le risque d'un ajustement de change semble n'avoir guère influé sur la part du dollar EU, qui a relativement peu varié en 2005. Au quatrième trimestre, la proportion d'obligations internationales en dollars EU émises par les agents des États-Unis a même légèrement augmenté, de 77 % à 79 %. Le niveau resté plus élevé des rendements du Trésor EU peut expliquer ce succès. Pas de changement ailleurs, sauf pour les émetteurs originaires de la zone euro, où la part du dollar EU a quelque peu diminué et celle de l'euro nettement augmenté (graphique 3.5).

Stabilité
des émissions
mondiales en
dollars EU

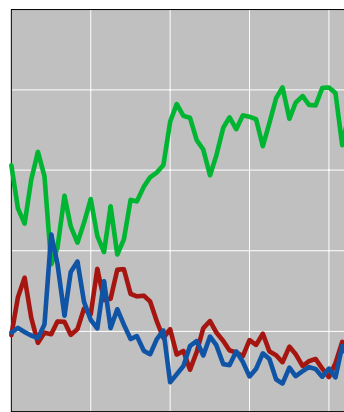
Émissions internationales brutes, par monnaie et par pays d'origine de l'emprunteur

En %

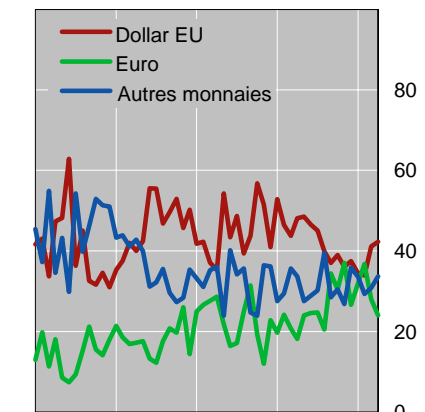
États-Unis



Zone euro



Autres pays



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

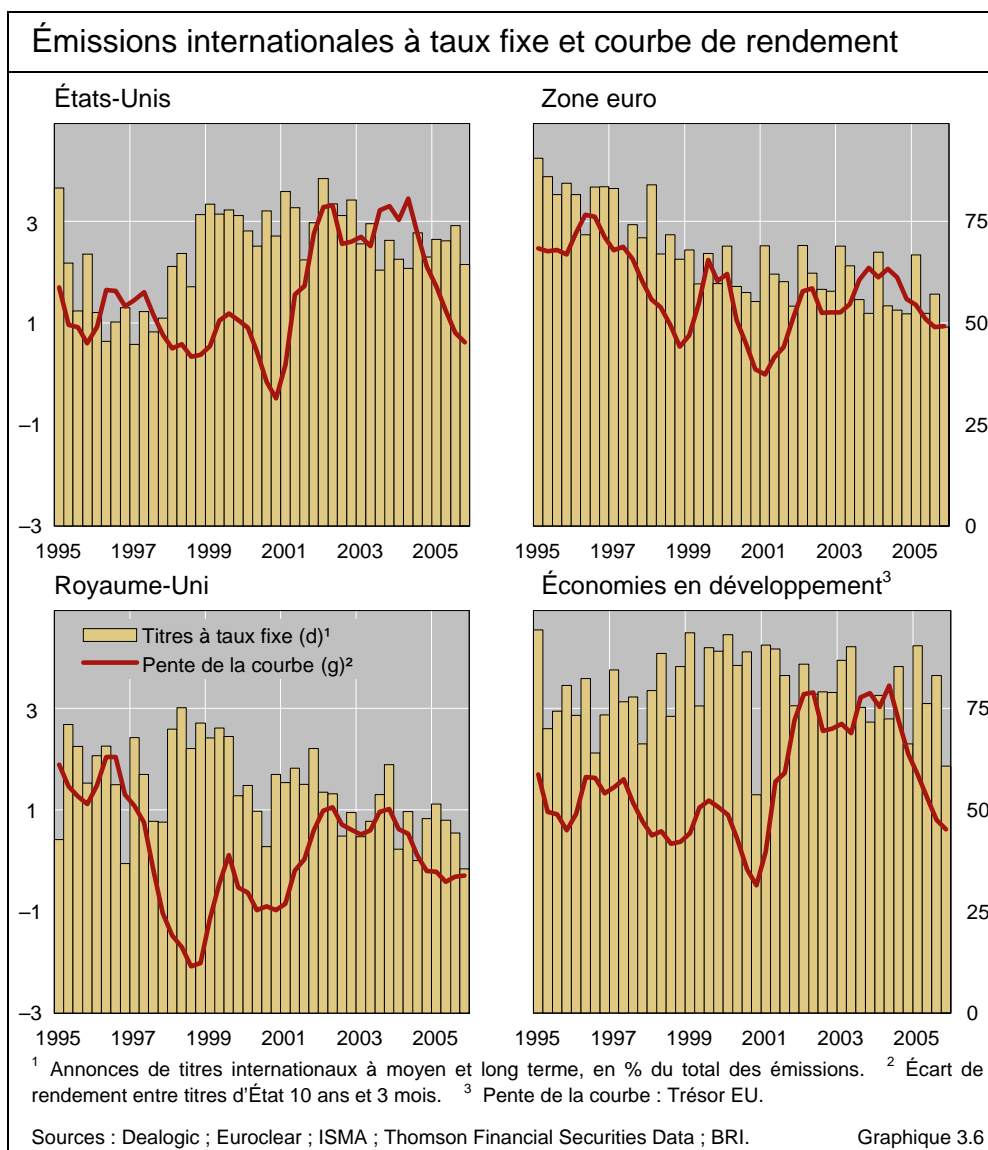
Graphique 3.5

Recul de la part des emprunts américains à taux fixe sur fond d'aplatissement de la courbe des rendements du Trésor

La pente de la courbe des rendements peut influencer la répartition de l'offre de titres entre taux fixe et taux variable. La courbe des rendements du Trésor EU s'est encore aplatie au quatrième trimestre et, effectivement, la part des obligations classiques à taux fixe émises aux États-Unis a régressé de 74 % à 64 % (graphique 3.6). La même évolution s'observe aussi dans les pays en développement. Dans l'ensemble du monde, la part des titres à taux fixe est tombée de 65 % à 53 % (tableau 3.1)⁴.

Progression des emprunts à taux variable avec un aplatissement de la courbe

Ces dernières années, toutefois, malgré l'aplatissement global de la courbe des rendements du Trésor EU, la part des emprunts américains à taux fixe est restée assez stable. L'écart des rendements d'État 10 ans-3 mois, qui



⁴ Dans la zone euro et au Royaume-Uni, où la pente de la courbe s'est légèrement accentuée, au contraire, la part des titres à taux fixe a toutefois également diminué (graphique 3.6).

Plusieurs facteurs influencent le choix entre taux fixe et taux variable

avait culminé à 3,5 points de pourcentage au deuxième trimestre 2004, est revenu à 0,7 point de pourcentage au quatrième trimestre 2005. Les modèles standards montrent que les primes d'échéance ont été exceptionnellement faibles, ce qui laisse penser que les débiteurs auraient pu se financer à bon compte par des titres à taux fixe de plus longue durée. Néanmoins, la pente de la courbe n'est pas le seul facteur. Comme pour d'autres formes de financement, le pouvoir de négociation des emprunteurs dépend des conditions proposées sur le marché intérieur. En outre, on ne peut savoir, *a priori*, qui – de l'émetteur ou de l'investisseur – préférera s'exposer au risque de taux sur un titre donné. Tout dépend de l'avantage comparatif, coût compris, qu'a l'un ou l'autre à couvrir ce risque.

Zone euro : rebond des émissions

Quintuplement des émissions nettes dans la zone euro, principalement dû à l'Allemagne

Après un troisième trimestre très terne, les émissions brutes de la zone euro ont fortement progressé, passant de \$298 milliards à \$442 milliards⁵. Comme aux États-Unis, l'activité est généralement plus calme au second semestre, la plupart des États membres préférant émettre tôt dans l'année. En termes nets, les remboursements ayant été relativement faibles, les émissions ont connu presque partout une très vive expansion : un facteur proche de 5 en moyenne, égal à 24 en Allemagne, 7 en France et 3 en Espagne ; elles sont passées de -\$9,7 milliards à \$27,3 milliards en Italie et ont spectaculairement augmenté dans les petites économies de la zone (tableau 15B de l'Annexe statistique).

Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce vif rebond, notamment la volonté de lever des fonds avant le relèvement attendu des taux directeurs de la BCE, le 1^{er} décembre, de nature à renchérir les emprunts. Il pourrait aussi être un indice, parmi d'autres apparus récemment, d'une reprise économique plus vigoureuse dans la zone euro.

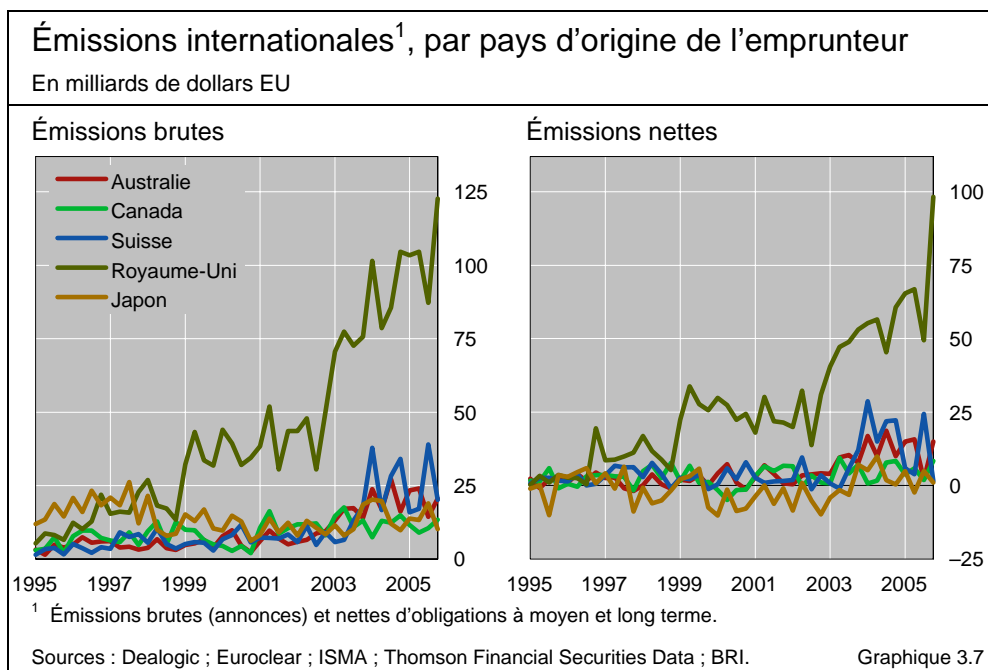
Le plus gros emprunt international européen du quatrième trimestre a été placé par la République italienne (€6 milliards, soit \$7,2 milliards). Smile 2005 Synthetic BV, structure *ad hoc* néerlandaise, a signé un montage en six tranches d'une valeur totale de €6,8 milliards, composé d'obligations adossées à un groupe de prêts en euros de la banque ABN Amro. L'essentiel du montant (€6,3 milliards) est regroupé dans les tranches de qualité, notées AAA/Aaa par les trois principales agences ; la tranche notée A1 a été émise avec une prime de 14 pb par rapport à l'Euribor 3 mois.

Forte progression au Royaume-Uni et atonie au Japon

Les signatures britanniques couronnent avec brio une année remarquable...

Parmi les autres économies développées, le Royaume-Uni a été très actif au quatrième trimestre, avec une hausse de 40 % des émissions brutes et de presque 100 % en termes nets (graphique 3.7), principalement due aux établissements financiers, avec deux gros programmes multitranches :

⁵ Les montants exprimés en dollars EU n'ont guère été influencés par les variations de change, car le dollar EU ne s'est apprécié que de 2 % environ vis-à-vis de l'euro pendant le trimestre.



\$7,9 milliards pour Gracechurch Mortgage Funding plc et \$6,5 milliards pour Holmes Financing (No 9) plc. Les émissions nettes ont aussi sensiblement progressé en Australie et au Canada, mais ont régressé de 94 % et 80 % respectivement en Suisse et au Japon.

En effet, le quatrième trimestre a clos une année très calme pour les signatures japonaises, qui n'ont émis que \$8,5 milliards en 2005, contre \$215 milliards pour les emprunteurs d'Allemagne, \$268 milliards pour ceux des États-Unis et \$280 milliards pour ceux du Royaume-Uni. Au Japon, près de 80 % des emprunts nets de 2005 ont bénéficié aux établissements financiers et presque tout le reste aux entreprises. Les émetteurs les plus actifs ont été les sociétés financières de Toyota, Bank of Tokyo Mitsubishi et Resona Bank Ltd.

...alors que les Japonais demeurent peu actifs

Titres à haut rendement : un trimestre plus calme

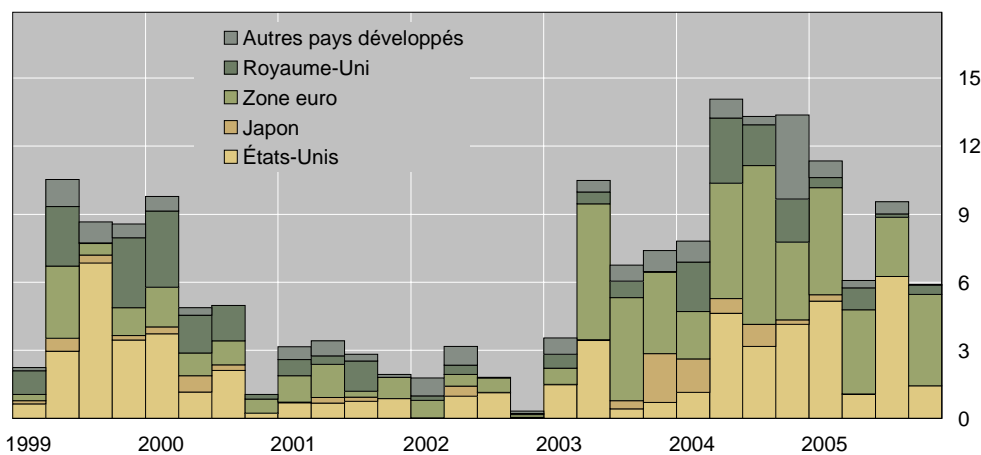
Au quatrième trimestre, les émissions brutes de titres à haut rendement dans les économies développées ont diminué de 39 %, baisse tout de même moindre qu'au deuxième trimestre, marqué par le déclasserement de plusieurs valeurs du secteur automobile américain (graphique 3.8). L'essoufflement sur le marché primaire s'est produit alors même que les primes sur le marché secondaire n'augmentaient guère. Le volume de 2005 a baissé de 32 % par rapport à 2004, tout en restant supérieur à celui des années antérieures.

Les émissions à haut rendement diminuent, au terme d'une année en dents de scie

Dans la zone euro, en revanche, le volume a augmenté au quatrième trimestre et le total pour 2005 n'est inférieur que de 14 % au record de 2004. Le segment européen a pris son essor à l'avènement de l'euro, en 1999, et s'est considérablement développé en 2003. À signaler, au quatrième trimestre 2005, une opération en trois tranches (€1,3 milliard, soit \$1,53 milliard) du

Obligations internationales de catégorie spéculative¹

En milliards de dollars EU



¹ Émetteurs dont la note est égale ou inférieure à BB+/Ba1.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.8

voyagiste allemand TUI AG ; deux tranches ont été notées BB/Ba2 et la troisième B1 par Standard & Poor's et Moody's. L'entreprise italienne Wind Acquisition Finance SA a lancé deux tranches notées B-/B3 par Fitch et Moody's, l'une en euros pour un montant de €825 millions (\$976 millions), l'autre en dollars EU (\$500 millions).

