

### 3. Marché des titres de dette

Au **premier trimestre 2006**, le volume mondial d'obligations à moyen et long terme s'est accru de 24 % en termes bruts, à \$1 221 milliards (tableau 3.1). Ce pic historique donne à penser que les emprunteurs ont pu encore accéder facilement au marché international de la dette et bénéficier de conditions de financement favorables. L'expansion a été due principalement, sur un plan géographique, aux résidents américains et, sous un angle sectoriel, aux entreprises. Les émissions brutes des emprunteurs japonais, qui restent modestes par rapport à celles des grandes économies industrialisées, ont néanmoins bien augmenté, approchant leur précédent record. Dans les économies émergentes, la forte progression s'est confirmée (+19 % en chiffres bruts), les émetteurs profitant de la poursuite du rétrécissement des primes.

En termes nets, les émissions mondiales ont augmenté de 9 %, à \$622 milliards, atteignant un sommet absolu (tableau 3.2). La hausse s'est chiffrée à 25 % en glissement annuel, avec des taux particulièrement élevés aux États-Unis (126 %) et dans les économies émergentes (45 %). Les résultats nets font également ressortir une vive progression au Japon : avec \$10,7 milliards, le total du premier trimestre a dépassé celui des six trimestres précédents. Dans la zone euro, l'accroissement net a été plus modeste (4 %) mais reflète néanmoins une intense activité, le dernier trimestre 2005 ayant été très dynamique.

#### Dynamisme des émissions aux États-Unis

Malgré un quatrième trimestre déjà exceptionnel (*Rapport trimestriel BRI*, mars 2006), les émissions américaines ont progressé de 34 % en termes bruts au premier trimestre 2006, pour un total de \$327 milliards, mais également de 25 % en termes nets, à \$144 milliards. Même corrigée des variations saisonnières, cette expansion reste forte, traduisant peut-être le désir des emprunteurs de profiter de conditions relativement attractives avant les hausses de taux d'intérêt attendues, dans un contexte de liquidité mondiale toujours abondante.

Comme aux trimestres précédents, les agences ont joué un rôle prépondérant, s'attribuant 28 % des émissions en chiffres bruts. Les deux principales ont, cette fois, obtenu des montants guère éloignés : Freddie Mac

La persistance de conditions de financement favorables stimule les émissions aux États-Unis

Les agences toujours actives

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2004	2005	2005				2006
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	3 289,0	3 839,4	1 077,3	978,7	798,0	985,5	1 220,8
Long terme	1 779,5	2 045,4	596,6	516,7	434,1	498,1	704,8
Moyen terme	1 509,5	1 794,0	480,7	462,0	363,9	487,4	516,0
Taux variable	1 248,9	1 465,2	335,2	411,8	273,5	444,6	444,1
Taux fixe	1 982,8	2 331,6	725,5	560,4	518,0	527,7	759,8
Titres sur actions <sup>1</sup>	57,3	42,7	16,5	6,5	6,5	13,1	16,8
Dollar EU	1 146,1	1 318,1	315,5	300,2	328,7	373,8	455,1
Euro	1 595,7	1 838,3	568,9	533,7	307,1	428,5	567,4
Yen	111,2	114,6	30,6	27,0	30,7	26,3	24,6
Autres monnaies	436,0	568,5	162,3	117,9	131,5	156,8	173,7
Économies développées	3 001,5	3 453,5	954,5	888,1	708,5	902,5	1 117,8
États-Unis	772,4	836,7	214,6	169,1	209,1	243,9	327,0
Zone euro	1 471,6	1 796,7	534,6	520,4	297,7	444,0	544,9
Japon	62,0	53,7	13,8	12,4	17,2	10,3	23,9
Places franches	38,7	50,2	11,2	13,3	12,6	13,0	10,2
Économies émergentes	151,7	229,8	83,3	49,1	47,2	50,2	59,6
Établissements financiers	2 678,4	3 176,9	842,1	814,6	684,0	836,1	978,6
Secteur privé	2 273,6	2 748,8	696,6	682,2	612,5	757,6	865,0
Secteur public	404,8	428,0	145,5	132,5	71,6	78,5	113,6
Entreprises	269,8	233,5	51,9	56,6	48,2	76,8	117,6
Secteur privé	232,6	203,1	48,5	44,2	40,2	70,1	113,6
Secteur public	37,1	30,4	3,4	12,4	7,9	6,6	4,0
États	243,8	323,2	155,0	79,3	36,1	52,8	91,4
Organisations internationales	97,0	106,0	28,3	28,2	29,7	19,8	33,1
Émissions effectives	3 292,6	3 826,1	1 017,0	1 021,2	775,5	1 012,3	1 148,6
Remboursements	1 747,2	2 005,6	521,3	512,6	531,4	440,3	526,4

<sup>1</sup> Obligations convertibles ou à bon de souscription d'actions.

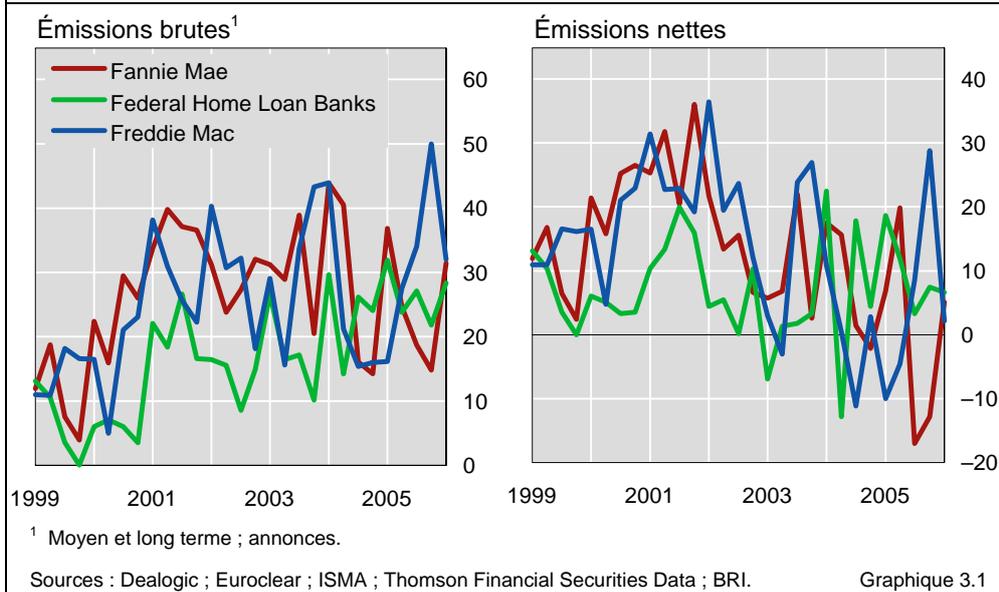
Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.1

et Fannie Mae ont emprunté \$32 milliards et \$31 milliards respectivement (graphique 3.1). Bien que comparables en valeur absolue, ces chiffres ont représenté une baisse de 36 % pour Freddie Mac par rapport au trimestre précédent, contre un bond de 112 % pour Fannie Mae. Cette évolution se retrouve en termes nets, avec une chute de 92 % pour Freddie Mac, à \$2,2 milliards, et une remontée (de -\$12,8 milliards à \$5,1 milliards) pour Fannie Mae. Le retour de cette dernière à une situation d'emprunteur net a coïncidé avec un ratio de fonds propres qui continue de croître au-delà du seuil exigé par l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).

## Émissions internationales des agences fédérales américaines

En milliards de dollars EU



Les agences ont encore signé plusieurs opérations d'envergure au cours du trimestre. Freddie Mac, par exemple, a lancé trois obligations à moyen terme d'une valeur nominale de \$5 milliards chacune et un programme de

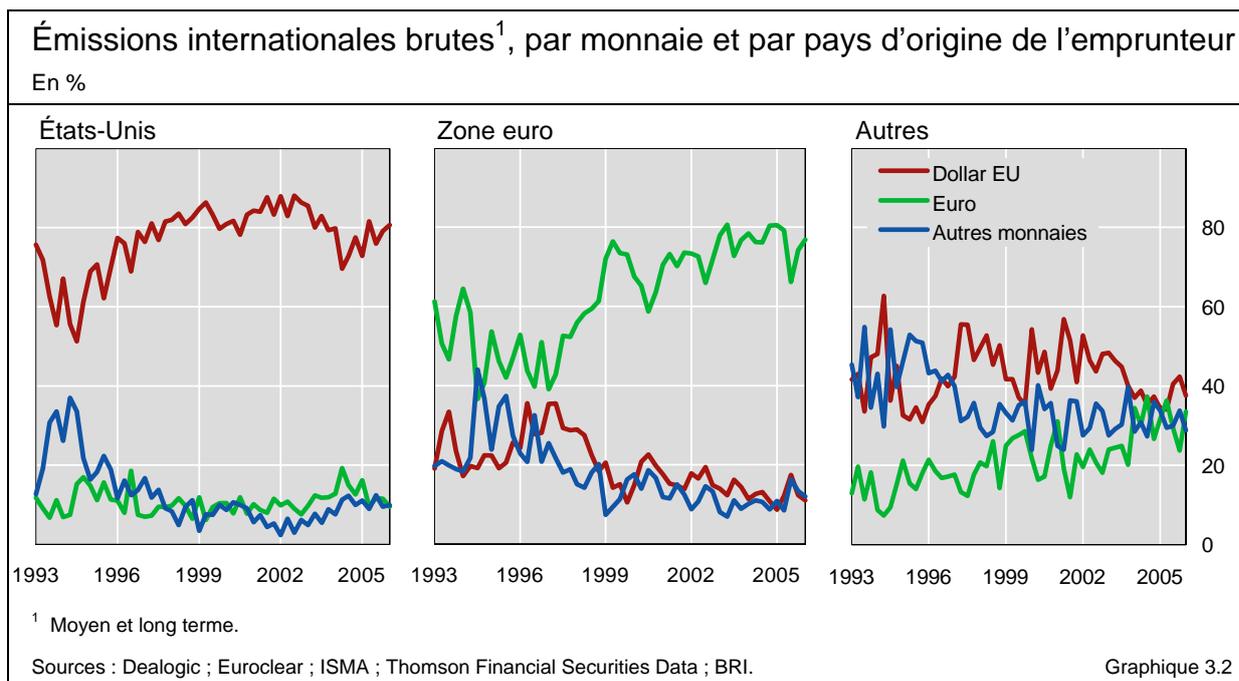
## Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions nettes

En milliards de dollars EU

	2004	2005	2005				2006	Encours à fin mars 2006
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 545,4	1 820,5	495,7	508,6	244,1	572,1	622,2	14 778,0
Taux variable	629,0	672,7	98,4	242,1	44,9	287,3	240,2	4 264,3
Taux fixe	922,6	1 167,4	399,5	271,6	207,7	288,6	379,9	10 185,6
Titres sur actions	-6,2	-19,6	-2,2	-5,1	-8,5	-3,8	2,0	328,1
Économies développées	1 427,8	1 671,8	461,7	475,9	199,6	534,6	569,9	13 153,8
États-Unis	224,4	273,9	64,0	48,9	45,4	115,6	144,4	3 602,2
Zone euro	781,0	943,9	285,4	317,7	55,8	285,1	295,2	6 528,0
Japon	17,4	5,9	4,8	-3,2	3,1	1,3	10,7	273,2
Places franches	19,0	26,9	2,8	8,4	8,8	6,9	5,2	179,3
Économies émergentes	75,8	94,0	29,2	15,0	17,8	32,0	42,4	902,7
Établissements financiers	1 298,8	1 584,0	394,8	446,1	230,2	512,9	495,2	11 135,4
Secteur privé	1 089,6	1 393,4	318,1	369,1	219,6	486,6	445,8	9 502,8
Secteur public	209,2	190,5	76,7	76,9	10,7	26,3	49,4	1 632,6
Entreprises	73,6	58,3	7,8	13,6	-3,4	40,3	62,3	1 587,0
Secteur privé	55,8	57,2	15,9	6,7	-5,0	39,6	61,8	1 354,5
Secteur public	17,8	1,1	-8,1	6,8	1,6	0,8	0,5	232,5
États	150,2	150,4	91,1	39,7	-0,7	20,3	60,0	1 513,5
Organisations internationales	22,8	27,8	2,0	9,3	17,9	-1,4	4,7	542,1

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

Tableau 3.2



\$4 milliards. Pour Fannie Mae, l'expansion s'est faite à la fois en volume et en nombre d'émissions.

Malgré des craintes d'ajustement de la monnaie américaine, la part des fonds levés en dollars EU sur les marchés obligataires mondiaux n'a guère varié, même si elle a légèrement augmenté, de 79 % à 81 %, pour les émetteurs américains, aux dépens surtout de l'euro (graphique 3.2) ; or, comme la proportion des signatures des autres pays a suivi une évolution inverse, la part des opérations en dollars EU n'a que faiblement diminué : elle est revenue de 38 % à 37 %, celle des emprunts en euros passant de 43 % à 46 %. Confirmant la tendance précédente, le pourcentage des émissions en yens a encore baissé et s'est inscrit à son plus bas niveau historique, avec 2 %.

Stabilité des émissions en dollars EU malgré des craintes d'ajustement de la monnaie américaine

## Essor des emprunts des entreprises

Après leur augmentation de 59 % au quatrième trimestre 2005, les émissions brutes d'obligations à moyen et long terme des sociétés non financières ont bondi cette fois de 53 %, inscrivant un record historique à \$118 milliards. En termes nets, les résultats sont tout aussi impressionnants : +54 %, à \$62 milliards. Cette performance se démarque, en outre, des schémas habituels du premier trimestre, où les emprunts nets des entreprises sont généralement inférieurs à la moyenne<sup>1</sup>. Elle résulte notamment de l'intensification des fusions-acquisitions et du désir des émetteurs de profiter de taux favorables<sup>2</sup>.

Niveau record des émissions d'entreprise...

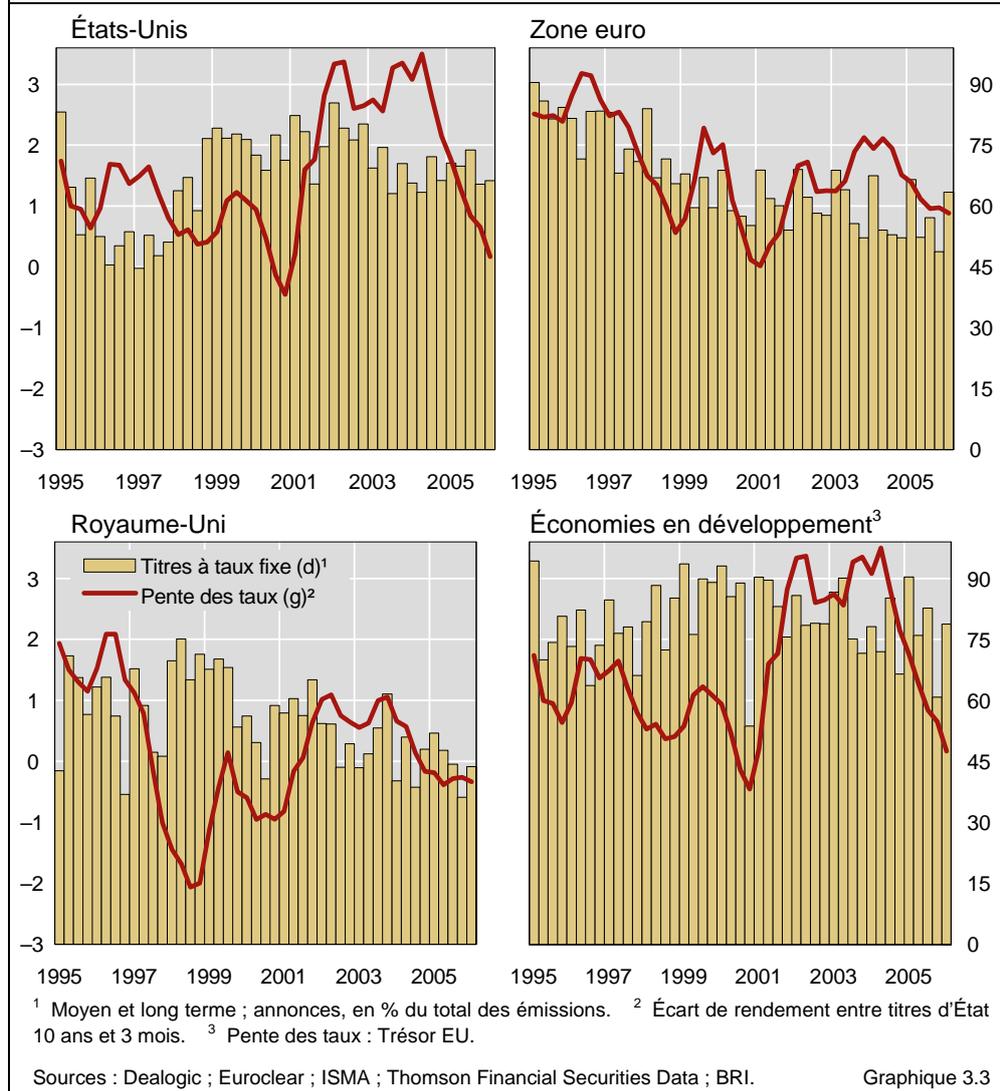
...lié à la multiplication des fusions-acquisitions

<sup>1</sup> Encadré « Saisonnalité des émissions d'obligations internationales », dans la section « Marché des titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2005.

<sup>2</sup> « Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2006.

## Émissions internationales à taux fixe et pente des taux

En %



Plusieurs grosses opérations sont à noter, dont trois de \$3 milliards chacune – deux par Cisco Systems (5 ans et 10 ans) et une par Home Depot. Des transactions notables ont été mises sur pied par des emprunteurs non américains, notamment Telefónica Emisiones en Espagne, avec un montage en quatre tranches de moyen terme libellées en euros et livres sterling pour une valeur nominale équivalant à \$7 milliards. Pour illustrer le rôle des fusions-acquisitions dans les émissions d'obligations d'entreprise, il convient de remarquer que ce lancement s'inscrivait dans un programme visant à lever €15 milliards afin de refinancer une partie du rachat de l'opérateur de télécommunications britannique O<sub>2</sub> (£17,8 milliards). D'une manière plus générale, ce compartiment a été animé par des entreprises de pointe dans les télécommunications et l'informatique, certaines ayant réalisé des transactions dépassant chacune \$1 milliard, pour un montant total proche de \$30 milliards.

## Zone euro : confirmation du dynamisme

Au premier trimestre, les émissions des résidents de la zone euro se sont accrues de 23 % en termes bruts, à \$545 milliards, et de 4 % en chiffres nets, à \$295 milliards. Ce dynamisme s'est inscrit dans un contexte particulier, avec des anticipations orientées de plus en plus vers des hausses de taux de la BCE et vers la fin de l'aplatissement de la courbe des rendements de la zone euro. Il semble donc que les emprunteurs se soient empressés de s'assurer des financements bon marché, comme en témoigne l'augmentation marquée de la part des émissions à taux fixe, passée de 49 % à 63 %, même si des facteurs saisonniers ont pu aussi jouer un rôle (graphique 3.3).

Individuellement, c'est en Allemagne que les émissions brutes ont le plus augmenté en valeur absolue, soit de \$51 milliards, devant l'Espagne (\$32 milliards). Deux très grosses opérations signées par des emprunteurs du secteur public ont contribué à cette performance : KfW Bankengruppe, établissement financier sous contrôle de l'État, et la République fédérale d'Allemagne, qui ont émis chacun €5 milliards. Avec plusieurs autres transactions durant cette période, KfW a obtenu au total plus de \$21 milliards, ce qui représente environ 40 % de son objectif pour 2006. En Espagne, les émetteurs privés ont été les plus actifs, notamment le secteur bancaire avec quatre programmes dépassant chacun \$3 milliards, mais la société non financière Telefónica Emisiones a obtenu \$7 milliards (voir supra).

Persistance d'un volume d'émissions élevé...

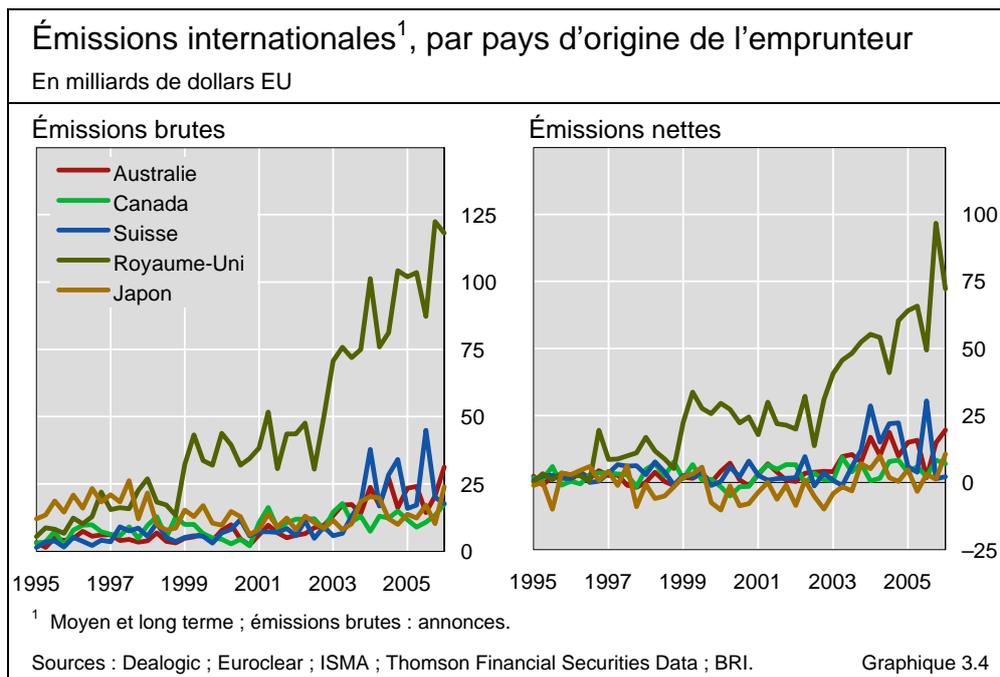
...dû pour beaucoup au secteur public allemand...

...et aux émetteurs privés espagnols

## Intensification des émissions japonaises

Après une période extrêmement calme, les émissions japonaises ont fortement progressé au premier trimestre 2006 : en termes bruts, l'accroissement a été de 133 %, à \$23,9 milliards, tandis que les résultats nets ont été multipliés par huit, portant le total à \$10,7 milliards (graphique 3.4). Le rebond des émissions

Rebond au Japon sur fond d'amélioration des perspectives économiques



japonaises a coïncidé avec une actualité économique globalement positive et l'annonce, par la Banque du Japon, de l'abandon de sa politique d'assouplissement quantitatif.

Comme aux trimestres précédents, les établissements financiers ont obtenu la quasi-totalité des fonds, avec 91 % des émissions brutes, et signé quelques opérations très substantielles, dont la plus importante portait sur \$4,2 milliards. Le reste est allé aux entreprises. Keystone Capital Corporation, pour le compte de Fuji Photo Film Co., a placé quatre programmes d'obligations convertibles de ¥50 milliards chacun (soit l'équivalent de \$1,7 milliard). Le produit de cette transaction a été affecté à l'accroissement des capacités de production de Fuji, ce qui donne une idée de la reprise de l'investissement des entreprises au Japon.

Moins d'emprunts  
japonais en yens...

Au moment où les emprunteurs japonais sont devenus plus actifs sur le marché international, leur part des émissions en yens a sensiblement diminué, revenant de 43 % à 32 %, non loin des creux des dix dernières années. Ils se sont reportés de plus en plus sur l'euro, ce qui peut s'expliquer en partie par sa vigueur relative vis-à-vis du yen, car le volume d'émission augmente dans les monnaies qui s'apprécient<sup>3</sup>.

...et davantage  
en euros

Parmi les autres économies développées, il apparaît que les résidents britanniques ont quelque peu réduit leurs emprunts, après un quatrième trimestre particulièrement fort (graphique 3.4). Les signatures australiennes, quant à elles, ont été nettement plus actives (+51 % en termes bruts), grâce surtout à l'essor des émissions bancaires de titres adossés à des crédits immobiliers aux particuliers, dans un contexte de diminution des primes sur ces produits. Plusieurs très grosses opérations de ce genre ont été conclues, dont un montage d'une contre-valeur de \$4,1 milliards par l'unité de financement de la Commonwealth Bank of Australia.

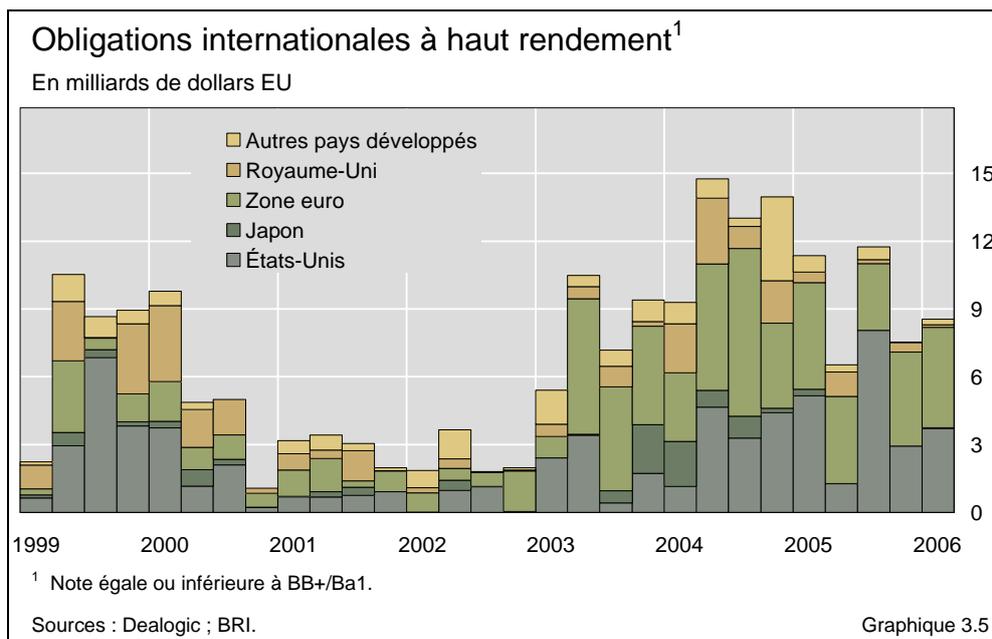
## Rebond des émissions à haut rendement

Contribution  
des signatures  
américaines au  
rebond du segment  
à haut rendement

En recul au trimestre précédent, les émissions à haut rendement dans les économies développées ont augmenté de 13 %, en chiffres bruts, au premier trimestre 2006, grâce surtout à une expansion de 27 % des emprunts des signatures américaines (graphique 3.5). On relève, par ailleurs, une progression de 6 % dans la zone euro mais une chute de 72 % au Royaume-Uni. Absents depuis deux trimestres, les débiteurs japonais ont effectué un retour discret.

C'est aux États-Unis que ces émissions ont le plus augmenté, tandis que les résidents de la zone euro ont, cette fois encore, émis plus de la moitié du total. Parmi les opérations notables, il convient de citer celle du constructeur automobile italien Fiat (€1 milliard) ainsi que de l'allemand Iesy Hessen GmbH, opérateur de réseau de télévision par câble à capitaux américains, qui a proposé €1,35 milliard de titres à taux variable pour refinancer sa dette.

<sup>3</sup> Benjamin H. Cohen « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2005.



## Économies émergentes : poursuite de l'expansion des émissions

Après un volume record en 2005, les émissions des économies émergentes ont encore fait preuve de dynamisme au premier trimestre 2006. En termes bruts, elles ont augmenté de 19 %, atteignant un nouveau sommet tout proche de \$60 milliards ; les résultats nets établissent également un record, avec un bond de 33 %, à \$42 milliards (graphique 3.6).

Si, depuis quelque temps, ce dynamisme est soutenu par une amélioration des fondamentaux, il semble aussi dû dans une certaine mesure à la quête de rendement des investisseurs internationaux. En conséquence, les primes sur les obligations d'économies émergentes ont inscrit de nouveaux creux au premier trimestre 2006, tandis que les fonds d'investissement ont enregistré des entrées records (« Vue d'ensemble »). Le goût croissant des investisseurs pour le risque pourrait même avoir ramené les primes au-dessous des niveaux qui paraissent justifiés sur la base des valeurs historiques<sup>4</sup>.

En termes bruts, les émissions ont progressé partout, mais surtout en Europe émergente (+39 %). En chiffres nets, c'est en Afrique-Moyen-Orient qu'elles ont augmenté le plus (240 %), pour se situer à \$11,6 milliards. En repli en Amérique latine, les emprunts nets se sont également développés en Europe émergente et en Asie-Pacifique.

La ventilation sectorielle montre que l'essentiel de la hausse est due aux emprunteurs souverains, avec des gains bruts de 130 % en Europe émergente et de 107 % pour l'ensemble Afrique-Moyen-Orient. Les entreprises ont, elles aussi, levé beaucoup de fonds dans cette dernière région, mais elles ont réduit leurs emprunts en Europe émergente et en Asie. De leur côté, les

Les émissions des économies émergentes atteignent des niveaux records...

...alors que la quête de rendement se poursuit chez les investisseurs

Forte activité en Europe émergente et en Afrique-Moyen-Orient...

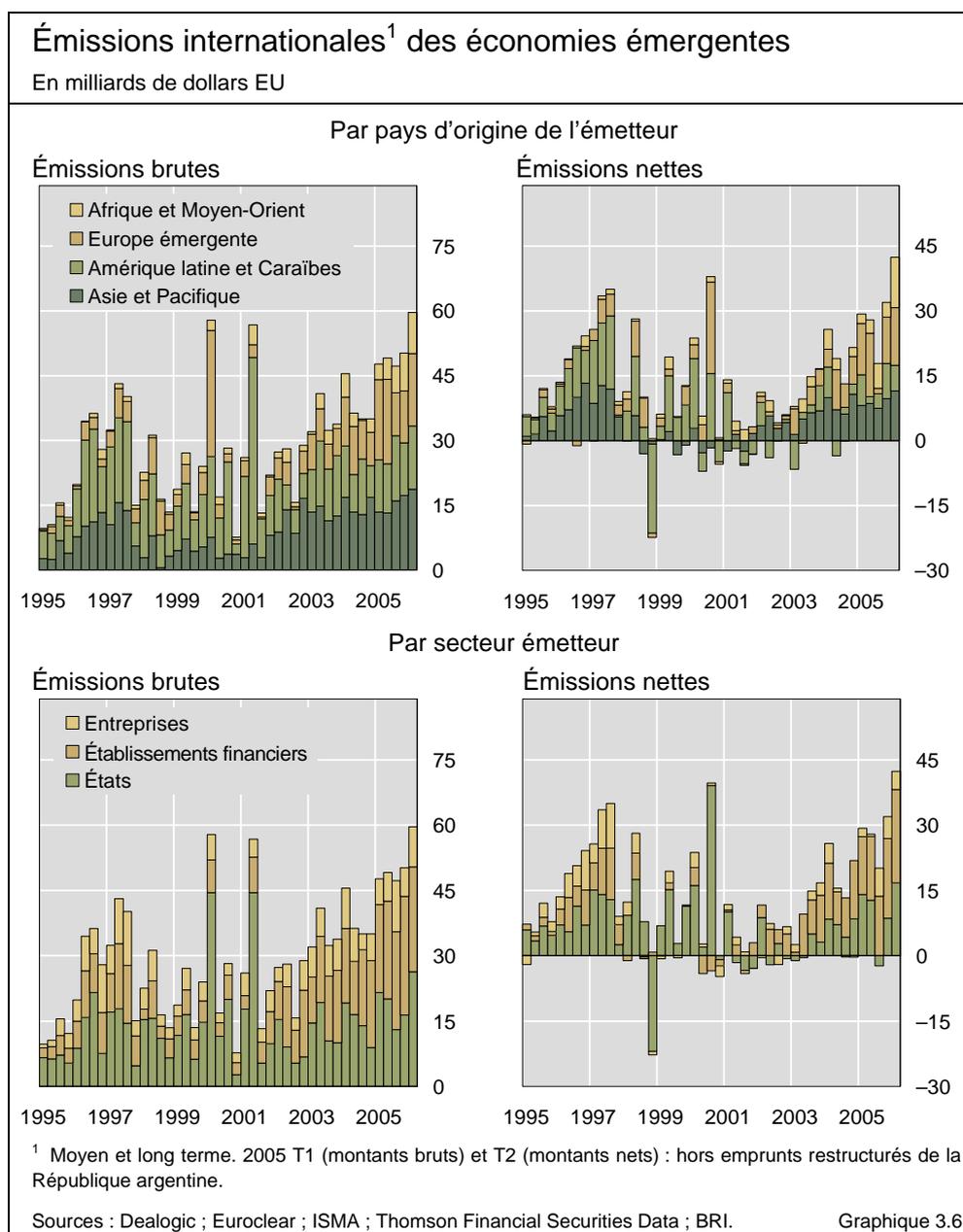
...due pour beaucoup aux emprunts d'État

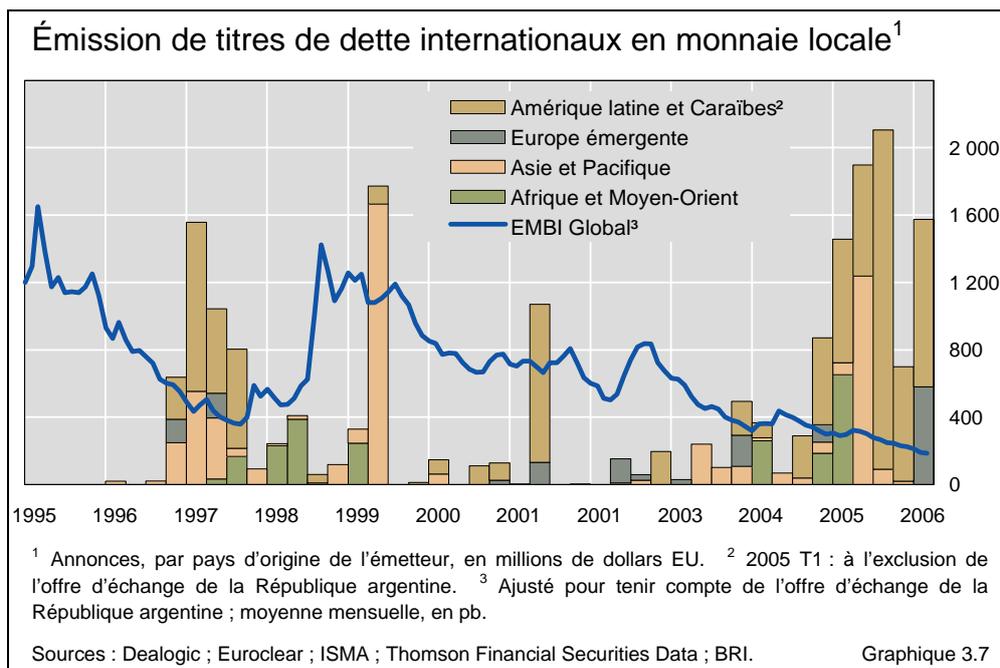
<sup>4</sup> « Vue d'ensemble », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2006.

établissements financiers n'ont guère influé sur les tendances globales du financement dans les économies émergentes.

Dans la région Afrique–Moyen-Orient, les emprunts ont été stimulés par la restructuration de la dette de la République d'Irak, matérialisée par le lancement d'une obligation 22 ans en dollars EU d'une valeur de \$2,7 milliards. Comme presque partout ailleurs, les fusions–acquisitions ont contribué à la progression des émissions au premier trimestre. En Israël, par exemple, Teva Pharmaceutical Industries a levé \$2,9 milliards pour financer l'acquisition d'un laboratoire américain.

En Europe émergente, plusieurs grosses opérations ont émané de signatures souveraines. La République de Pologne a lancé un programme à 10 ans d'un montant total de €3 milliards, et les Républiques de Hongrie, de Slovaquie et de Turquie ont emprunté chacune plus de \$1 milliard. Les emprunteurs souverains ont aussi été actifs en Amérique latine, avec





notamment une obligation 11 ans des États-Unis du Mexique (\$3 milliards) et une obligation 31 ans de la République fédérative du Brésil (\$1 milliard). À noter également la présence de la compagnie pétrolière mexicaine Pemex, qui a collecté au total \$1,5 milliard.

La République des Philippines et la République d'Indonésie ont été à l'origine des plus grosses opérations en Asie. En tout début d'année, donc bien avant l'apparition des tensions politiques, les Philippines ont emprunté \$1,5 milliard à 25 ans et €500 millions à 10 ans, avec des rendements respectifs de 7,875 % et 6,375 %, couvrant ainsi les deux tiers de leur objectif de financement sur l'obligataire international pour 2006. Alors que l'instabilité politique s'aggravait en Thaïlande et aux Philippines, l'Indonésie a lancé deux obligations de \$1 milliard chacune, à 11 ans et 29,5 ans respectivement. Malgré les tensions régionales, ces émissions ont été couronnées de succès, comme en témoignent leur tarification et le fait qu'elles aient été sursouscrites plusieurs fois. Pour l'obligation à 11 ans, la prime était de 235 pb par rapport aux valeurs du Trésor EU et de 264 pb pour celle à plus long terme, soit environ 140 pb de moins que pour son obligation 30 ans placée au quatrième trimestre 2005. Ce résultat s'explique notamment par la forte demande des fonds d'investissement, qui ont acquis plus des deux tiers des montants proposés.

Gros emprunts en Indonésie et aux Philippines...

...malgré les tensions politiques régionales

L'échéance moyenne des émissions a sensiblement augmenté dans les économies émergentes, passant de 8,5 ans au trimestre précédent à 13,5 ans, alors qu'elle a légèrement diminué dans les économies développées. Le passage à des échéances plus longues a concerné toutes les régions et toutes les catégories d'emprunteurs<sup>5</sup> ; il peut avoir reflété leur volonté de s'assurer

Les conditions étant favorables, les emprunteurs des économies émergentes se tournent vers le long terme

<sup>5</sup> Concernant l'allongement des échéances des titres d'État en Amérique latine, voir ci-après l'étude de Serge Jeanneau et Camilo Tovar « Amérique latine : progrès et défis des marchés obligataires domestiques ».

des conditions de financement favorables, face à un risque jugé croissant de taux d'intérêt plus élevés dans les pays développés et de primes en hausse. Dans le même temps, il a illustré la forte demande de titres à plus long terme de signatures d'économies émergentes, suggérant un goût prononcé des investisseurs pour le risque.

Rebond des  
émissions en  
monnaie locale...

...grâce au retour  
des signatures  
d'Europe  
émergente

Après une accalmie momentanée au quatrième trimestre 2005, les émissions en monnaie locale dans les économies émergentes ont rebondi (graphique 3.7), grâce à une progression de 46 % en Amérique latine et au retour sur ce segment des signatures d'Europe émergente, absentes depuis quatre trimestres. Sur l'équivalent de \$580 millions obtenus par les emprunteurs européens, l'essentiel est allé à la structure *ad hoc* russe Red Arrow International Leasing plc. Cet émetteur a lancé une obligation en roubles d'un montant de \$488 millions pour acheter du matériel roulant destiné à être loué aux chemins de fer russes. En Amérique latine, les opérations se sont pratiquement résumées aux émissions en monnaie locale de la République de Colombie, de la société mexicaine Telefonos de México SA de CV et de divers établissements financiers brésiliens.

