

Titres de dette internationaux émis par les entreprises des économies émergentes

Agustín Villar

Les capitaux d'investissement privés affluent dans les économies émergentes (Écém) à un rythme croissant. Selon l'Institute of International Finance, entre 2009 et 2012, les entrées de capitaux privés non bancaires sont passées de \$155 milliards à \$365 milliards et se sont maintenues autour des sommets historiques de 2011, tandis que les entrées de capitaux bancaires ont légèrement diminué, revenant de \$154 milliards à \$147 milliards.[®] Plus particulièrement, la forte demande des investisseurs étrangers a entraîné un surcroît d'activité sur les marchés des obligations d'entreprise des Écém en 2012 et début 2013. Le présent encadré fait état de certains changements observés dans le contexte d'une intensification de l'activité sur les marchés des titres de dette internationaux émis par les sociétés financières et non financières des Écém, et se propose d'examiner quelques aspects d'ordre structurel.

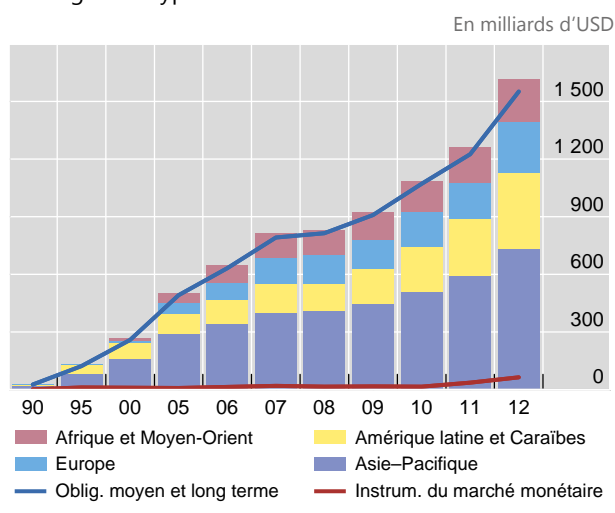
Selon des enquêtes réalisées auprès des investisseurs, les actifs référencés sur l'indice des obligations d'entreprise du monde émergent ont augmenté de 60,5 % en 2012, soit plus que toute autre catégorie d'actif suivie par lesdites enquêtes. Par comparaison, les actifs gérés en regard des indices de référence larges des marchés émergents – obligations internationales d'État et d'entreprise et obligations souveraines en monnaie locale – n'ont progressé que d'un peu moins de 30 %, pour atteindre \$560 milliards en 2012.[®] La demande d'obligations d'entreprise des Écém a surtout été le fait d'investisseurs individuels fortunés. Si la demande institutionnelle d'obligations d'entreprise internationales est restée relativement faible, à moins de 10 % du marché, contre environ 50 % du marché des titres internationaux de dette souveraine, elle pourrait bien continuer à gagner du terrain. Le développement de l'activité des gestionnaires de fonds du marché monétaire aboutira vraisemblablement à un approfondissement de ce marché.

Titres de dette d'entreprise dans les Écém¹

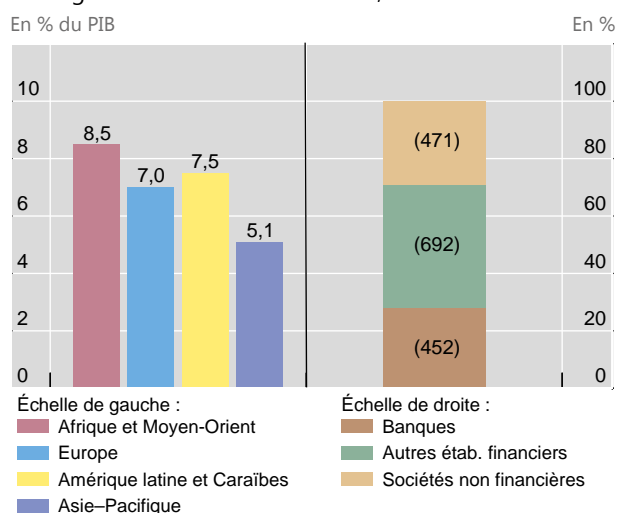
Encours

Graphique A

Par région et type d'instrument



Par région et secteur de l'émetteur, fin 2012



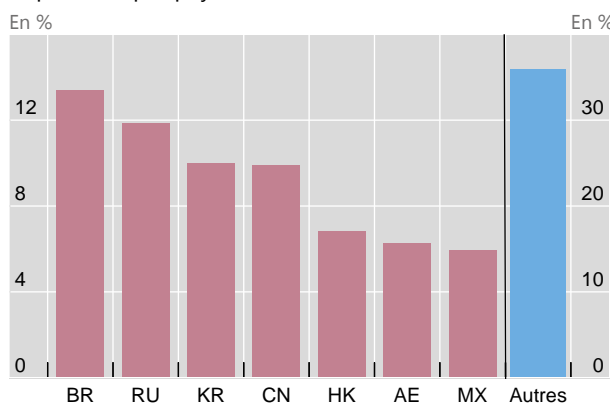
¹ Les émetteurs sont des sociétés financières et non financières détenues par des résidents des Écém citées, lesquelles sont regroupées par région : Afrique-Moyen-Orient (Afrique du Sud, Arabie saoudite, Bahreïn, Égypte, Émirats arabes unis, Israël, Koweït, Nigeria, Oman et Qatar) ; Europe (Croatie, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie, Turquie et Ukraine) ; Amérique latine-Caraïbes (Argentine, Barbade, Brésil, Chili, Colombie, El Salvador, Jamaïque, Mexique, Pérou, République dominicaine et Venezuela) ; Asie-Pacifique (Chine, Corée du Sud, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Kazakhstan, Macao RAS, Malaisie, Mongolie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande).

Sources : Dealogic ; Euroclear ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; calculs BRI.

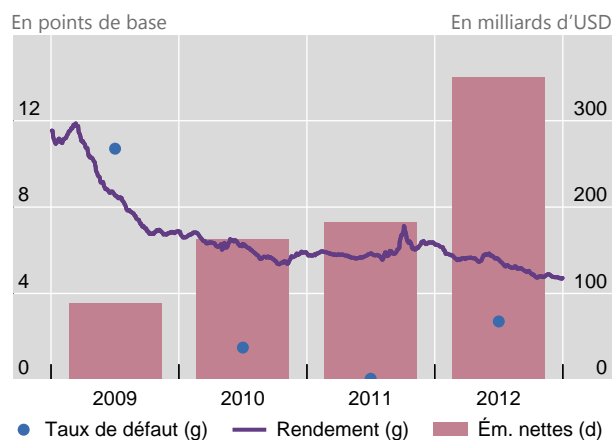
Titres de dette d'entreprise dans les ÉcÉm

Graphique B

Répartition par pays, fin 2012¹



Taux de défaut, rendements et émissions nettes²



AE = Émirats arabes unis ; BR = Brésil ; CN = Chine ; HK = Hong Kong RAS ; KR = Corée ; MX = Mexique ; RU = Russie ; Autres = autres ÉcÉm.

¹ Encours. ² Taux de défaut tirés de JPMorgan, *Emerging Markets Corporate Outlook & Strategy* (décembre 2012). Rendement à l'échéance sur la base de l'indice large CEMBI.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; JPMorgan Chase ; Thomson Reuters ; Xtrakter Ltd ; calculs BRI.

Les statistiques sur les titres de dette internationaux[®] compilées par la BRI montrent que, fin 2012, l'encours de titres émis par les sociétés financières et non financières ayant leur siège dans les ÉcÉm totalisait plus de \$1 600 milliards (graphique A, cadre de gauche). Les obligations étrangères et internationales à moyen et long terme représentent environ 95 % de l'encours total, le reste étant constitué d'instruments du marché monétaire.

Les titres émis par les banques et autres établissements financiers constituent l'essentiel de l'encours des titres de dette d'entreprise (graphique A, cadre de droite). Fin 2012, le secteur financier avait plus de \$1 100 milliards de titres de dette en circulation, soit les deux tiers du total, une proportion inférieure à la part de ce secteur dans les économies avancées (84 %) où le volume global de titres est dix fois plus élevé.

Les entités d'Asie sont les plus gros émetteurs sur le marché international des titres de dette d'entreprise des ÉcÉm, suivies par les signatures d'Amérique latine. L'encours de titres émis par les signatures d'Europe émergente et d'Afrique-Moyen-Orient est moins élevé, mais il a vivement progressé ces dernières années. Cependant, la part relative des différentes régions est sensiblement différente si les émissions de titres sont ramenées au produit régional. De ce point de vue, c'est la région Afrique-Moyen-Orient qui occupe la première place, et l'Asie la dernière (graphique A, cadre de droite).

L'analyse régionale montre que ce marché est concentré sur quelques économies seulement. Au niveau des pays, ce sont les signatures du Brésil, de la Chine, de la Corée, des Émirats arabes unis, de Hong-Kong RAS, du Mexique et de la Russie qui ont le plus de titres en circulation. Une trentaine d'autres ÉcÉm se partagent le reste (graphique B, cadre de gauche).

La part des titres de dette d'entreprise qui est accessible aux investisseurs internationaux est assez réduite, pour des raisons tenant au volume, à la liquidité et aux caractéristiques de risque. L'indice de référence le plus large pour les marchés des obligations d'entreprise des ÉcÉm (CEMBI) couvre environ \$620 milliards de titres sous forme d'obligations, dont 36 % émis par les établissements financiers, soit une proportion bien inférieure à leur part dans le stock total. Cet indice permet aux investisseurs mondiaux d'acquérir des positions dans certains secteurs des ÉcÉm : pétrole et gaz (13,5 %), téléphonie, médias et technologie (11,1 %) et produits de base (10,5 %). Il y a moins de titres disponibles dans l'immobilier (5 %) et les biens de consommation (6 %), deux secteurs qui sont généralement liés à une demande intérieure en rapide croissance dans le monde émergent.

La qualité de crédit des obligations d'entreprise des Écém, telle que perçue par les marchés, est toujours fortement tributaire de celle de l'État. Dans les limites de ce « plafond » de la note souveraine, la volatilité macroéconomique accrue dans les Écém se manifeste par des variations de la perception du risque et de la volatilité. L'atténuation du risque de crédit perçu sur la dette s'est traduite par une baisse des rendements et une réduction des écarts de rendement (graphique B, cadre de droite). Les taux de défaut sont restés bas (environ 2,7 %, selon une estimation) après la crise financière, mais leurs fluctuations historiques ont été significatives. En périodes de tensions macroéconomiques et financières, ils ont enregistré une hausse notable : ainsi, en 2002, ils ont fait un bond à 15,4 % et, en 2009, ils ont dépassé 10,7 %. Dans les conditions macroéconomiques moins difficiles de ces dernières années, ils fluctuaient entre 0 % et 2,7 %.

^① « Capital flows to emerging market economies », *IIF Research Note*, 22 janvier 2013. ^② Kim, Gloria : « 2012 Index Review », *JPMorgan Fixed Index Product Guide*, janvier 2013. ^③ Pour plus de détails sur l'éventail des titres couverts par ces statistiques, voir Gruić, Branimir et Wooldridge, Philip : « Améliorations apportées aux statistiques BRI sur les titres de dette », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2012.