

3. Marché des titres de dette

Les capitaux collectés sur le marché des titres ont gardé un bas niveau au quatrième trimestre 2002. Dans un contexte de fléchissement de la croissance,

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2001	2002	2001	2002				Encours à fin déc. 2002
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 348,3	1 024,1	339,4	309,7	344,2	185,1	185,2	9 218,9
Instruments du marché monétaire ¹	-78,9	1,6	-9,3	-7,8	8,3	11,8	-10,7	438,0
<i>Papier commercial</i>	26,9	23,6	6,5	5,5	1,8	19,3	-3,0	292,2
Obligations et effets ¹	1 427,2	1 022,5	348,8	317,5	335,8	173,3	195,9	8 780,8
<i>Taux variable</i>	391,4	208,5	95,9	60,5	74,8	30,1	43,0	2 205,7
<i>Taux fixe</i>	996,4	801,7	237,5	253,5	247,1	146,5	154,7	6 263,1
<i>Titres liés aux actions</i>	39,4	12,3	15,3	3,4	13,9	-3,2	-1,9	312,1
Économies développées	1 261,4	956,3	324,8	285,5	326,8	169,4	174,5	8 124,4
<i>États-Unis</i>	597,6	343,1	139,0	138,1	115,7	37,6	51,6	2 749,3
<i>Zone euro</i>	551,2	473,9	147,9	128,7	154,3	91,4	99,5	3 591,2
<i>Japon</i>	-10,1	-21,9	-1,8	-10,2	3,2	-4,2	-10,7	258,2
Places franches	25,3	8,6	5,1	4,2	-0,2	0,3	4,3	106,9
Économies en développement	45,4	37,3	8,3	12,0	10,8	5,7	8,8	549,0
Établissements financiers	1 038,5	843,1	259,4	237,2	280,1	156,8	169,0	6 630,2
<i>Secteur privé</i>	959,6	721,5	242,8	216,7	243,7	120,8	140,4	5 705,8
<i>Secteur public</i>	78,9	121,5	16,6	20,4	36,4	36,1	28,6	924,4
Entreprises	208,1	60,0	59,3	13,1	41,6	1,0	4,3	1 270,6
<i>Secteur privé</i>	171,7	58,0	49,6	19,4	41,3	-1,4	-1,2	1 053,3
<i>Secteur public</i>	36,4	2,0	9,7	-6,2	0,3	2,5	5,4	217,3
États	85,5	99,2	19,5	51,4	15,7	17,6	14,4	879,5
Organisations internationales	16,3	21,8	1,3	8,0	6,8	9,6	-2,5	438,5
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique²</i>	-144,8	-100,1	31,2	-70,9	-65,8	-0,3	36,9	1 898,3
<i>dont : aux États-Unis</i>	-161,2	-98,0	28,3	-63,3	-57,0	0,2	22,1	1 342,9

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Quatrième trimestre 2002 : chiffres en partie estimés.

Sources : Banque d'Angleterre ; Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; autorités nationales ; BRI.

Tableau 3.1

Obligations et effets internationaux : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2001	2002			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	2 306,3	2 116,1	554,1	607,1	571,1	436,9	501,0
Obligations	1 349,8	1 181,3	338,7	376,0	315,8	212,1	277,4
Effets	956,5	934,8	215,4	231,1	255,3	224,8	223,6
Taux variable	643,4	607,5	168,7	142,5	160,2	145,9	159,0
Taux fixe	1 590,7	1 464,6	359,1	454,9	389,5	286,1	334,1
Titres liés aux actions ¹	72,2	44,1	26,3	9,7	21,4	4,9	8,0
Dollar EU	1 131,9	992,4	243,6	311,0	258,4	200,7	222,3
Euro	841,6	811,8	221,3	228,8	229,3	163,6	190,1
Yen	125,3	90,2	26,2	16,3	25,8	23,5	24,5
Autres monnaies	207,5	221,7	62,9	50,9	57,6	49,1	64,1
Établissements financiers	1 709,1	1 643,6	409,0	448,6	430,8	354,3	409,8
<i>Secteur privé</i>	1 478,7	1 386,3	352,7	392,5	363,8	295,2	334,8
<i>Secteur public</i>	230,4	257,3	56,3	56,1	67,1	59,1	75,0
Entreprises	348,2	212,2	99,4	63,8	74,9	33,9	39,7
<i>dont télécoms</i>	135,6	45,8	35,7	11,9	16,1	7,8	10,0
<i>Secteur privé</i>	287,1	187,9	80,8	57,2	71,3	28,3	31,1
<i>Secteur public</i>	61,1	24,4	18,6	6,6	3,6	5,6	8,6
États	174,2	174,2	30,9	68,6	44,9	28,3	32,4
Organisations internationales	74,8	86,1	14,8	26,0	20,5	20,5	19,2
Émissions effectives	2 306,1	2 105,4	568,4	588,5	579,0	443,8	494,1
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	878,9	1 082,9	219,6	271,0	243,1	270,5	298,2

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

Sources : Banque d'Angleterre ; Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.2

surtout aux États-Unis, les émissions nettes sont ressorties à seulement \$185 milliards (tableau 3.1). Le ralentissement amorcé au deuxième trimestre, sans égal depuis les fortes turbulences du second semestre 1998, a plus particulièrement touché les établissements financiers. En termes bruts, les émissions se sont pourtant accrues de 15 %, à \$501 milliards (tableau 3.2), mais les remboursements ont atteint un montant record.

Le tassement des primes sur obligations d'entreprises donne à penser que la faiblesse persistante des émissions nettes a résulté surtout de la contraction de la demande des sociétés. Cette apathie reflète essentiellement leur réticence à s'endetter davantage dans un environnement de ralentissement mondial de l'activité et de perspectives économiques plus incertaines, en raison notamment de la montée des risques géopolitiques. Les conditions de crédit sont cependant restées strictes pour certaines signatures, dont les émetteurs de papier commercial moins bien notés.

Ralentissement sans précédent des émissions nettes

Ralentissement
record des
émissions ...

Au second semestre 2002, les émissions nettes ont enregistré la contraction sans doute la plus forte jamais observée, avec un volume en retrait de près de \$320 milliards par rapport au rythme du deuxième trimestre (graphique 3.1). Elles n'avaient pas été inférieures à \$200 milliards sur six mois depuis fin 1998, période où la crise financière en Russie et le quasi-effondrement d'un fonds spéculatif majeur avaient provoqué de graves tensions sur les marchés financiers et une hausse brutale des primes sur obligations d'entreprises. Le récent tarissement paraît, quant à lui, lié au ralentissement économique mondial, dans un contexte d'amélioration généralisée des conditions de crédit.

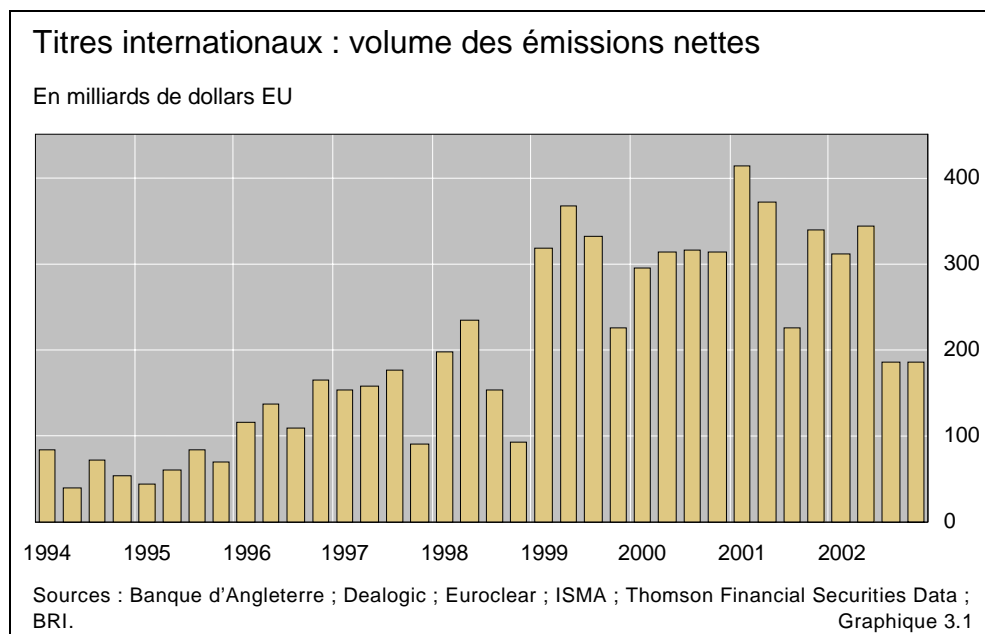
... avec des
disparités
nationales

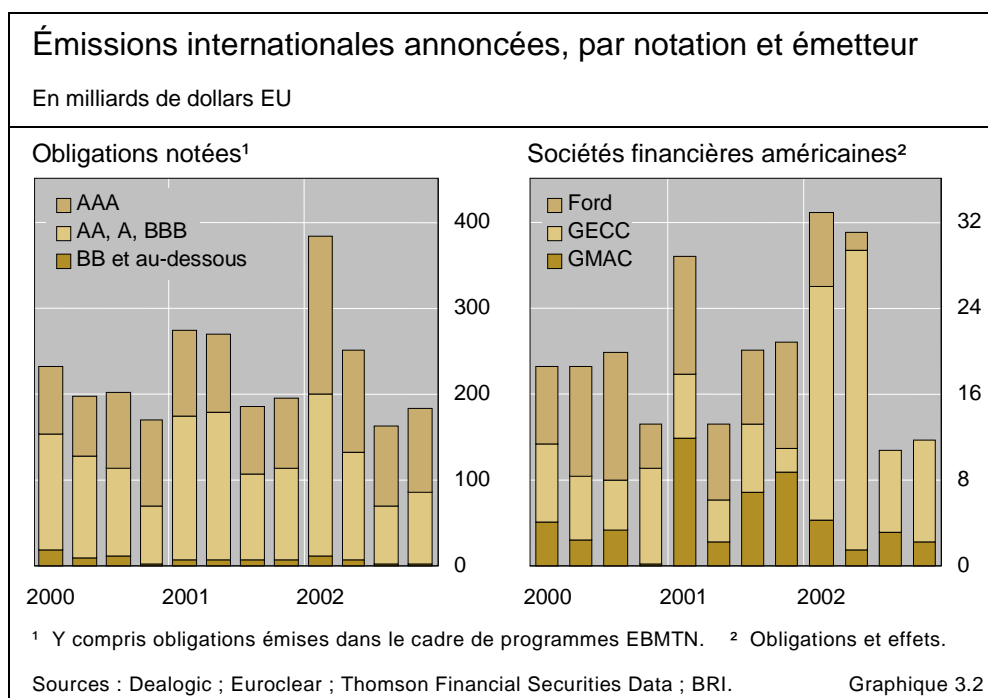
La stabilité des émissions nettes entre les troisième et quatrième trimestres masque des disparités entre pays développés : il y a eu progression pour les emprunteurs des États-Unis et de la zone euro, mais réduction pour les résidents japonais et britanniques (de 32 % pour ces derniers, à \$20 milliards). Une forte contraction a été parfois observée au sein même de la zone euro : en Allemagne notamment, avec une diminution de plus de moitié, à \$25 milliards. La légère hausse pour les pays développés a été complètement annulée par une baisse pour les organisations internationales, dont les emprunts nets sont tombés de \$9,6 milliards à -\$2,5 milliards, même si, sur l'année, ils se sont accrus de 34 %.

Les emprunts du secteur privé restent modestes

Faiblesse des
émissions des
établissements
financiers privés ...

Les établissements financiers figurent en tête des emprunteurs privés sur le marché des titres. En termes nets, leurs émissions se sont accrues de 16 %, à \$140 milliards, mais sont restées très en deçà de leur sommet du deuxième trimestre. Aux États-Unis, où l'économie marquait le pas, elles n'ont que légèrement progressé, passant de \$42 milliards à \$48 milliards, soit seulement 38 % de leur niveau du premier trimestre. En termes bruts, les émissions des grandes sociétés financières américaines sont demeurées pratiquement





inchangées, après une diminution de près des deux tiers (graphique 3.2). L'augmentation des coûts d'emprunt n'y est peut-être pas étrangère. Comme l'indique la « Vue d'ensemble », Ford Motor Credit et General Motors Acceptance Corporation ont toutes deux été déclassées fin 2002, en raison de l'ampleur du besoin de financement de leur système de retraite.

Les émissions nettes des établissements privés nippons et allemands ont été faibles elles aussi, en raison d'interrogations croissantes sur leurs bénéfices futurs. Au Japon, la volonté apparemment plus affirmée du gouvernement de remédier au problème des créances douteuses, dont l'ampleur pourrait être plus grande qu'anticipé, a fait chuter le cours de leurs actions et le volume de leurs émissions, revenues de \$1 milliard à -\$8 milliards - contraction quasi record. En Allemagne, les déclassements de quelques grosses banques ont pu jouer un rôle ; les émissions nettes ont fondu de plus de moitié, à \$7 milliards. En 2002, elles se sont chiffrées à \$85 milliards seulement, soit \$63 milliards de moins qu'en 2001. Sur les trois premiers trimestres, les emprunts sur le marché intérieur du secteur financier public et privé ont également diminué (-\$57 milliards, après -\$178 milliards en 2001).

Le volume émis à taux fixe a toujours évolué de pair avec le total des émissions nettes, dont il représente un pourcentage élevé et constant (graphique 3.3). Ce n'est donc guère surprenant qu'il ait atteint un sommet au deuxième trimestre 2002, pour diminuer sensiblement ensuite. Lehman Brothers a conduit l'opération la plus importante au quatrième trimestre (€5 milliards).

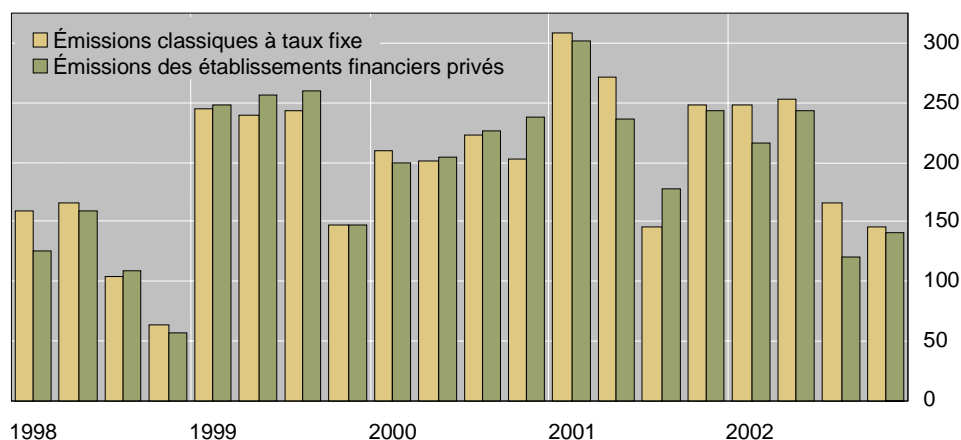
Pour les sociétés privées non financières, les émissions nettes ne se sont pas redressées, demeurant à -\$1 milliard. Elles sont en repli de quelque \$50 milliards par rapport au dernier trimestre 2001, principalement du fait des entreprises américaines, qui ont collecté \$32 milliards sur les trois derniers

... banques japonaises et allemandes surtout ...

... et des sociétés non financières américaines

Titres internationaux : émissions nettes, par catégorie

En milliards de dollars EU



Sources : Banque d'Angleterre ; Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.
Graphique 3.3

mois de 2001, soit près des deux tiers du total, et seulement \$1,5 milliard un an plus tard, chiffre toutefois en hausse d'un trimestre à l'autre (-\$3,4 milliards). Les opérateurs télécoms ont en partie contribué à ce tassement. Au quatrième trimestre 2001, AT&T Corporation avait obtenu à lui seul \$10,1 milliards, soit un quart du total brut des sociétés non financières américaines. Un an plus tard, en revanche, les opérateurs télécoms américains ont été complètement absents. Au niveau mondial, la participation des télécoms a régressé de 72 % sur la période, tombant à \$10 milliards. Ce retrait a reflété leurs efforts de restructuration et s'inscrit dans une tendance générale au désendettement, conséquence des déclassements (« Vue d'ensemble »).

Le papier commercial en proie à des difficultés persistantes

Les conditions de crédit sont restées strictes pour certaines signatures, les primes sur papier commercial (PC) moins bien noté se maintenant le plus souvent à des niveaux relativement élevés. En outre, l'augmentation des émissions nettes sur les marchés intérieurs est essentiellement due aux sociétés financières américaines, comme de coutume actives en décembre pour financer les tirages effectués par les entreprises sur leurs lignes de crédit. En termes nets, cependant, l'émission de PC s'est contractée sur le marché intérieur américain entre les derniers trimestres 2001 et 2002.

Pays en développement : redressement des émissions

Les pays en développement ont emprunté davantage grâce à des conditions dans l'ensemble plus avantageuses. Avec un niveau de départ certes exceptionnellement bas, leurs émissions nettes ont enregistré une hausse de 54 %, à \$8,8 milliards, presque exclusivement attribuable aux économies européennes (qui ont obtenu \$3,2 milliards, après -\$0,3 milliard). Les résidents

Retour des
économies
émergentes

Titres internationaux : émissions nettes, par région et monnaie ¹								
En milliards de dollars EU								
		2001	2002	2001	2002			
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	Dollar EU	525,5	310,1	121,3	126,4	93,5	37,7	52,5
	Euro	65,1	40,0	22,0	18,3	14,7	7,3	-0,4
	Yen	19,1	-7,2	2,6	-4,1	1,0	-1,5	-2,5
	Autres monnaies	7,2	12,5	0,5	3,5	6,0	-0,8	3,8
Europe	Dollar EU	56,4	73,4	15,3	6,6	44,1	5,1	17,6
	Euro	520,1	469,6	141,8	137,6	134,3	101,5	96,1
	Yen	-2,9	-26,3	-3,3	-12,6	-4,0	-7,1	-2,5
	Autres monnaies	72,4	88,8	28,5	17,0	31,3	24,3	16,1
Autres régions	Dollar EU	70,6	46,3	7,6	23,2	12,4	5,6	5,1
	Euro	12,0	14,4	2,2	3,1	7,1	5,5	-1,2
	Yen	0,5	-8,8	0,9	-12,5	6,0	2,1	-4,4
	Autres monnaies	2,2	11,4	0,1	3,2	-2,3	5,4	5,1
Total	Dollar EU	652,6	429,8	144,2	156,2	150,0	48,4	75,2
	Euro	597,3	524,0	166,0	159,1	156,2	114,3	94,5
	Yen	16,7	-42,4	0,1	-29,3	3,0	-6,6	-9,5
	Autres monnaies	81,8	112,7	29,1	23,7	35,0	28,9	25,0

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

Sources : Banque d'Angleterre ; Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI.

Tableau 3.3

d'Asie et du Pacifique, en revanche, n'ont collecté que \$4 milliards (après \$5,4 milliards), et ceux d'Amérique latine se sont généralement tenus à l'écart.

Les signatures russes ont représenté la moitié de la progression des émissions nettes des économies européennes en transition, avec \$1,7 milliard, pour des annonces atteignant \$2,3 milliards, montant le plus élevé depuis la défaillance de la Russie fin 1998. En tête des emprunteurs figure OAO Gazprom, qui a lancé deux tranches d'une valeur totale de \$700 millions.

Gros emprunts
de la Russie

Même si, en termes nets, les débiteurs latino-américains n'ont pratiquement pas emprunté au quatrième trimestre, leurs émissions brutes ont été importantes. Le Mexique, par exemple, a collecté \$2,3 milliards, avec la plus grosse opération enregistrée pour les économies émergentes pendant la période (\$1 milliard pour Pemex), assortie d'une prime de 335 points de base. Le Brésil, après les élections présidentielles, a bénéficié d'une amélioration notable du sentiment des investisseurs ; si la prime de risque sur la dette souveraine est restée élevée, les résidents sont vite revenus sur les marchés internationaux pour refinancer leurs emprunts arrivant à échéance (\$2,7 milliards d'annonces, dont les deux cinquièmes au profit d'une seule signature, une société financière). Le Venezuela, pour sa part, est totalement absent du marché des titres depuis l'émission d'obligations d'État en décembre 2001 (€250 millions, avec une prime de 710 points de base).

Prompte
réapparition du
Brésil sur le marché
des titres

La Turquie a, elle aussi, bénéficié d'une amélioration sensible du sentiment des investisseurs après les élections ; entre mi-novembre et début

décembre 2002, l'État a lancé \$1,15 milliard en trois tranches, la plus importante étant assortie d'une prime de 780 points de base.

Valeurs mobilières : encours transfrontière supérieur à \$12 000 milliards

Philip D. Wooldridge

Les valeurs mobilières constituent maintenant la première source de financements transfrontières, devant les prêts. Selon l'enquête coordonnée sur les investissements de portefeuille (ECIP) compilée par le FMI, les portefeuilles de titres de dette et de propriété ont atteint \$12 500 milliards fin 2001, contre \$8 800 milliards pour l'encours de crédits et dépôts transfrontières ; en outre, les investissements directs étrangers (IDE) se sont chiffrés à \$6 800 milliards.

L'ECIP 2001 rassemble des informations sur les investissements de portefeuille des résidents de 67 économies. En sont exclus les IDE et les instruments autres que les valeurs mobilières (crédits et dépôts notamment). L'enquête précédente, à laquelle 29 économies avaient participé, date de 1997 ; depuis 2002, l'exercice a lieu tous les ans. L'ECIP suit une méthodologie qui s'apparente à celle des statistiques bancaires territoriales BRI (avoirs et engagements transfrontières des établissements collecteurs de dépôts de 32 juridictions). Les séries se complètent donc utilement.

Les portefeuilles transfrontières ont quasiment doublé entre 1997 et 2001, pour atteindre \$7 400 milliards. Les statistiques BRI sur les titres de dette font ressortir le même rythme de croissance et un encours similaire en fin de période. Cela indique que, dans l'ensemble du moins, les émissions de titres donnent une image assez juste des placements transfrontières sur la période. Cette relation s'atténue toutefois, car de plus en plus de pays libéralisent mouvements de capitaux et marchés financiers ; en outre, la similitude d'ensemble recouvre d'importantes disparités. Pour les économies émergentes, les portefeuilles transfrontières (\$297 milliards) étaient très inférieurs, fin 2001, à l'encours émis par les résidents (\$516 milliards). Cette différence s'explique en partie par le fait que des agents domiciliés dans le pays de l'émetteur achètent sur le marché international : ainsi, les investisseurs asiatiques détiennent près de la moitié des obligations internationales des signatures de la région. Elle est peut-être due aussi à quelques lacunes de couverture de l'ECIP : un grand nombre de participants ont eu du mal à obtenir des informations sur les valeurs détenues par les particuliers auprès de conservateurs à l'étranger. Par ailleurs, si les émissions sont enregistrées à la valeur nominale, les investissements le sont à la valeur de marché.

Les financements transfrontières sous forme d'obligations se sont développés bien plus vite que les activités bancaires. En 1997, l'encours de crédits et dépôts représentait plus du double des portefeuilles de titres de dette ; en 2001, l'avance était réduite à 20 %. Les actions ont, elles aussi, progressé plus rapidement que les produits bancaires, mais pas tant que les titres de dette.

Les banques ont elles-mêmes contribué au phénomène. Elles ont accru leurs IDE et leurs achats de valeurs sur la période. En conséquence, les crédits et dépôts sont revenus de 85 % à 76 % des actifs transfrontières des banques de la zone déclarante BRI. Les banques ont vu diminuer leur part du marché obligataire, mais, fin 2001, elles détenaient encore 30 % des \$7 400 milliards de titres de dette étrangers.

Zone de résidence de l'emprunteur	Prêts et dépôts ^{1,2}		Titres de dette ¹				Titres de propriété ¹	
			Total ³		Part des banques ²		Total ³	
	1997	2001	1997	2001	1997	2001	1997	2001
Total	7 903	8 836	3 520	7 412	35 %	30 %	2 568	5 134
Économies développées	5 402	6 737	2 823	6 267	37 %	30 %	2 157	4 325
États-Unis	1 219	1 652	923	2 071	36 %	26 %	428	998
Japon	840	444	152	194	42 %	29 %	242	334
Zone euro	1 699	2 390	1 111	2 917	43 %	35 %	811	1 811
Économies en développement	946	712	319	297	30 %	35 %	232	300
Amérique latine	262	219	159	141	23 %	31 %	119	91
Asie et Pacifique	412	222	88	62	41 %	50 %	61	147
Europe, Moyen-Orient et Afrique	272	271	72	94	32 %	32 %	53	62

¹ En milliards de dollars EU, sauf indication contraire. ² Actifs transfrontières des banques résidentes de la zone déclarante BRI. ³ Actifs transfrontières des investisseurs résidents des pays participant à l'ECIP du FMI.