

3. Marché des titres de dette

La demande de financements internationaux a encore diminué au troisième trimestre 2001, dans un contexte de ralentissement économique mondial. Sur le marché des titres, les émissions nettes ont fléchi de près de 40%, à \$169 milliards (tableau 3.1). Ce mouvement a été généralisé, affectant l'ensemble des échéances, régions et secteurs d'activité. Le volume net collecté par les établissements financiers s'est contracté de manière particulièrement sensible, confirmant l'évolution décrite dans le dernier *Rapport trimestriel BRI*. En termes bruts, les annonces d'obligations et effets ont régressé de \$533 milliards, à \$423 milliards (tableau 3.2).

Le total des remboursements d'obligations et effets (\$207 milliards) est demeuré élevé, portant à \$642 milliards le montant des amortissements sur les neuf premiers mois, record absolu pour trois trimestres. Ce chiffre reflète l'essor régulier des émissions, ces dernières années, ainsi que la volonté, pour les débiteurs bénéficiant d'options de remboursement anticipé, de se refinancer à de meilleures conditions. En volume brut, les émissions classiques à taux fixe se sont fortement contractées, tandis que celles à taux variable ont légèrement progressé, ce qui porte à croire que les emprunteurs ont peut-être, plus que les prêteurs, anticipé de nouvelles baisses des taux d'intérêt.

Poursuite de la baisse des émissions nettes pour toutes les échéances

Le ralentissement mondial entraîne une contraction des émissions ...

... notamment des instruments à court terme ...

Affectées par le ralentissement économique mondial, les émissions nettes ont continué à baisser pour l'ensemble des échéances. Le compartiment court a même enregistré un résultat négatif pour le deuxième trimestre consécutif, l'encours d'instruments du marché monétaire se contractant: -\$46 milliards, après -\$26 milliards (graphique 3.1, cadre de gauche). Le papier commercial (PC), principal instrument du marché monétaire, a subi un recul historique sur l'international (-\$12 milliards) et, encore plus, sur le marché interne américain (-\$58 milliards, après -\$131 milliards pour les six premiers mois).

Les émissions nettes de titres à plus long terme (obligations et effets) ont également accéléré leur repli: à \$215 milliards, elles baissent de 33% par rapport au maximum du premier trimestre. Pour les émissions classiques

Titres internationaux: émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	1999	2000			2001			Encours à fin sept. 2001
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 241,2	1 246,0	317,5	312,6	325,3	277,4	168,7	7 085,1
Instruments du marché monétaire ¹	135,6	152,1	42,3	46,6	2,2	- 26,2	- 46,3	416,4
<i>Papier commercial</i>	49,1	55,2	17,6	23,3	22,3	10,1	- 12,0	241,4
Obligations et effets ¹	1 105,6	1 093,8	275,1	265,9	323,0	303,5	214,9	6 668,6
<i>Notes à taux variable</i>	293,6	358,7	78,0	90,3	85,7	70,5	72,8	1 700,4
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	780,8	718,0	196,2	166,2	233,5	222,5	139,4	4 710,1
<i>Titres liés aux actions</i>	31,2	17,1	0,9	9,4	3,8	10,5	2,7	258,1
Pays développés	1 164,0	1 162,7	294,6	299,1	312,9	253,6	157,5	6 134,0
<i>États-Unis</i>	483,2	465,5	140,0	121,2	153,1	119,8	94,6	2 124,6
<i>Zone euro</i>	516,2	559,8	137,8	138,1	146,6	100,7	61,4	2 521,2
<i>Japon</i>	2,4	- 27,4	- 8,4	- 5,4	- 5,5	2,1	- 6,4	272,3
Places franches	11,2	18,9	6,8	6,6	7,4	5,6	4,1	91,5
Économies émergentes	40,9	42,0	13,5	- 0,7	6,8	12,7	- 3,9	469,4
Institutions internationales	25,1	22,3	2,6	7,6	- 1,8	5,5	10,9	390,2
Secteur privé	1 020,1	980,6	239,5	252,0	264,8	216,6	116,4	5 291,2
<i>Établissements financiers²</i>	867,4	799,5	188,2	201,0	221,7	160,1	98,7	4 255,4
<i>Entreprises</i>	152,7	181,1	51,4	51,1	43,1	56,5	17,7	1 035,9
Secteur public ³	196,0	243,0	75,3	53,0	62,2	55,3	41,4	1 403,6
<i>Administrations centrales</i>	37,5	51,3	8,7	- 3,6	8,5	7,7	- 2,9	498,2
<i>Agences et organismes</i>	158,5	191,7	66,6	56,5	53,7	47,5	44,2	905,4
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	361,6	256,2	40,3	124,8	- 53,8	- 63,8	- 59,2 ⁴	1 894,5 ⁴
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	35,6	42,5	- 63,1	- 67,9	- 58,5	1 412,6

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres établissements financiers. ³ Hors institutions internationales. ⁴ Chiffre en partie estimé.

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

Tableau 3.1

à taux fixe, les obligations, à \$139 milliards, ont connu leur plus importante contraction en termes nets (37%); à cela s'ajoute la forte régression des annonces, revenues de \$382 milliards à \$276 milliards. En chiffres bruts et nets, les emprunteurs européens ont été les plus touchés.

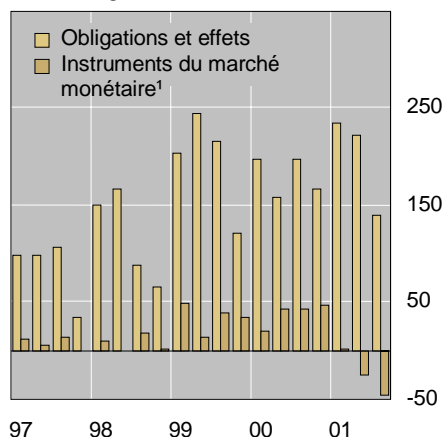
Les émissions nettes d'obligations notées ont généralement régressé: 42% pour les titres AAA, à \$25 milliards, et 63% pour les autres signatures de qualité, à \$24 milliards. Comme l'indique la Vue d'ensemble, les marges de crédit se sont régulièrement élargies au cours du trimestre. Cela laisse supposer que la détérioration de la situation économique mondiale a accru le pessimisme des acteurs du marché dans leurs évaluations subjectives des

... et obligations autres que AAA

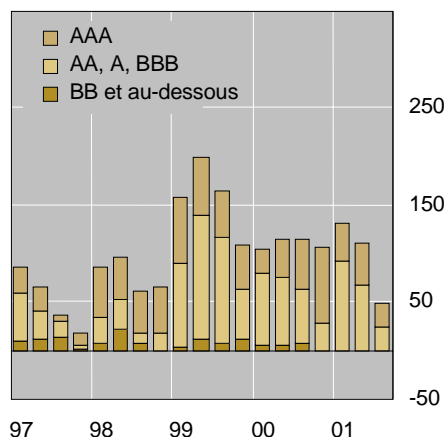
Émissions internationales nettes, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie



Par notation²



¹ À l'exclusion des titres amortis en cours de trimestre. ² Y compris obligations émises dans le cadre de programmes EMTN.

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

Graphique 3.1

probabilités de défaillance. La chute brutale des rendements de référence a néanmoins entraîné une forte baisse du coût total des emprunts pour les entreprises. La contraction des émissions, dans ces conditions, est donc bien due davantage à une réduction de la demande consécutive au ralentissement de l'activité qu'à un resserrement des conditions de crédit par les prêteurs.

Repli particulièrement marqué des emprunts du secteur privé

Le recul des émissions est dû en grande partie au secteur privé ...

Les émissions nettes du secteur privé, à \$116 milliards, ont continué à baisser: de 46% sur les trois mois et de 56% par rapport au maximum du premier trimestre. Le recul de ce compartiment explique presque à lui seul la diminution d'ensemble. Depuis le milieu des années 90, une contraction n'a été plus importante, sur six mois, qu'en 1998: les émissions étaient revenues de \$177 milliards au deuxième trimestre à \$58 milliards au quatrième, en liaison avec la crise économique en Russie.

... notamment aux établissements financiers

La contraction des emprunts du secteur privé est principalement attribuable à un nouveau repli des émissions nettes des établissements financiers: à \$99 milliards, elles sont en retrait de \$61 milliards sur trois mois et sont revenues à seulement 45% du record du premier trimestre. Ce recul s'explique probablement par le fait que le secteur financier a perçu une baisse généralisée de la demande; au deuxième trimestre, il avait touché les États-Unis et l'Allemagne; au troisième, il s'est étendu à d'autres pays développés d'Europe et au Japon.

Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	1999	2000		2001			
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	1 628,1	1 706,6	441,8	384,0	550,8	532,5	423,2
Notes à taux variable	416,1	520,5	133,1	128,2	133,7	132,1	138,8
Obligations classiques à taux fixe	1 159,9	1 129,5	292,2	242,1	405,0	382,1	276,3
Titres liés aux actions ¹	52,1	56,5	16,5	13,8	12,1	18,3	8,1
Dollar EU	723,1	794,1	216,9	179,5	257,5	255,5	219,8
Euro	639,6	582,2	136,5	134,4	214,4	191,3	129,9
Yen	78,1	128,8	33,5	19,2	27,5	36,0	32,1
Autres monnaies	187,4	201,5	54,8	51,0	51,4	49,7	41,3
Secteur privé	1 265,0	1 319,2	338,3	303,6	410,2	397,1	293,0
<i>Établissements financiers</i> ²	1 047,9	1 083,8	277,9	248,8	331,4	307,1	245,1
<i>Entreprises</i>	217,2	235,5	60,4	54,8	78,8	90,1	47,8
<i>dont: télécoms</i>	83,0	114,7	24,5	19,0	49,2	31,9	15,6
Secteur public	286,2	318,2	89,1	65,9	123,7	112,6	110,2
<i>Administrations centrales</i>	93,6	92,5	23,5	4,5	28,5	20,8	13,2
<i>Agences et organismes</i>	192,6	225,7	65,6	61,3	95,2	91,8	97,0
Institutions internationales	76,9	69,2	14,4	14,5	17,0	22,7	20,0
Émissions effectives	1 632,7	1 708,2	440,3	419,9	539,2	522,0	421,8
Remboursements	527,1	614,4	165,2	153,9	216,2	218,5	206,9

¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. ² Banques commerciales et autres établissements financiers.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI. Tableau 3.2

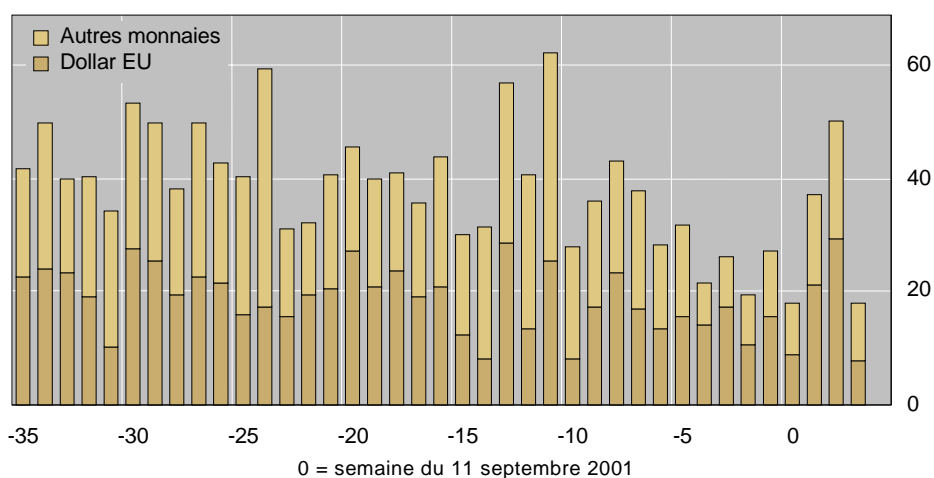
Les émissions nettes des entreprises ont chuté, elles aussi, revenant de \$57 milliards à \$18 milliards. Elles ont diminué en cours de trimestre, parallèlement à la tendance générale des annonces d'obligations et effets, qui ont touché leur plus bas la semaine du 11 septembre (graphique 3.2). Contrairement aux attentes, les annonces se sont fortement redressées dans les trois semaines suivantes, notamment celles des entreprises notées AAA: ainsi, Bristol-Myers Squibb a sollicité le marché pour un montant relativement important (\$5 milliards en deux tranches), avec une marge assez faible (environ 100 points de base); de même, General Electric Capital a proposé deux emprunts au cours de la première semaine, collectant \$4,7 milliards.

En termes nets, les émissions du secteur public se sont également réduites, quoique dans une moindre mesure, ce qui s'explique principalement par la diminution des besoins de financement des administrations centrales, dont les émissions sont passées de \$8 milliards à -\$3 milliards. Les agences et organismes aussi sont en léger recul, de \$48 milliards à \$44 milliards; en revanche, leurs émissions brutes ont progressé, de \$100 milliards à \$112 milliards, en raison essentiellement de l'activité des agences américaines, surtout de crédit au logement, dont les titres à long terme ont

Les agences américaines demeurent actives

Obligations et effets internationaux: annonces en 2001

Total hebdomadaire, en milliards de dollars EU



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

Graphique 3.2

enregistré une hausse record (de \$79 milliards à \$88 milliards); celle-ci s'explique par deux facteurs: volonté d'établir des références tarifaires et essor des refinancements hypothécaires aux États-Unis.

Les pays en développement affectés par le ralentissement et les difficultés économiques

Remboursements nets des emprunteurs des économies émergentes ...

En termes nets, les émissions des économies émergentes sur le marché des titres sont en fait devenues légèrement négatives (-\$4 milliards). Cela n'est guère surprenant, vu l'incidence du ralentissement de l'activité mondiale sur leurs gains à l'exportation et les difficultés rencontrées par certaines en juillet. La contraction, qui a touché toutes les régions, a été particulièrement sensible pour l'Amérique latine et les Caraïbes (de \$7,4 milliards à -\$3,8 milliards), en grande partie du fait des emprunteurs mexicains. Les émissions de la région Asie-Pacifique ont également régressé (de \$1,8 milliard à -\$3,5 milliards), inversant ainsi la hausse du trimestre précédent.

Certaines économies émergentes ont néanmoins continué d'avoir accès au marché. Ainsi, l'Argentine a obtenu \$356 millions dans le cadre d'annonces de volume relativement faible (la plus importante, en faveur de la Province de Buenos Aires, portant sur \$74 millions), alors même que le pays débattait ouvertement de la restructuration de sa dette. Le Mexique, dont les emprunts nets ont notablement baissé, a pu annoncer \$3,1 milliards et le Brésil \$3,5 milliards.

... qui n'ont pas tous accès au marché

L'incertitude croissante qui pèse sur les perspectives des économies émergentes depuis le 11 septembre a considérablement freiné leur accès au marché vers la fin du trimestre. L'annonce, par deux gros émetteurs mexicains,

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		1999	2000		2001			
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Amérique du Nord	Dollar EU	434,2	379,4	115,3	99,8	123,0	96,0	83,0
	Euro	47,8	44,8	17,7	10,8	20,9	14,7	7,0
	Yen	- 2,0	16,9	3,5	3,1	3,3	5,2	6,5
	Autres monnaies	16,8	16,3	3,8	7,8	4,9	3,1	- 1,5
Europe	Dollar EU	59,6	172,8	42,3	54,0	24,7	13,2	- 3,4
	Euro	514,0	412,3	83,3	104,6	129,3	104,3	53,3
	Yen	4,1	40,7	7,9	- 2,5	- 6,0	1,9	4,0
	Autres monnaies	76,5	89,0	25,8	24,9	18,7	10,9	11,6
Autres régions	Dollar EU	52,5	63,8	14,1	8,3	3,6	19,5	7,4
	Euro	39,0	15,1	1,9	2,0	5,4	4,1	0,5
	Yen	- 13,6	- 20,3	- 2,4	- 4,6	- 3,3	4,5	- 2,1
	Autres monnaies	12,3	15,0	4,3	4,4	0,8	0,1	2,6
Total	Dollar EU	546,3	616,0	171,7	162,1	151,3	128,6	87,0
	Euro	600,8	472,2	102,9	117,4	155,6	123,0	60,8
	Yen	- 11,5	37,4	9,0	- 4,0	- 6,0	11,6	8,3
	Autres monnaies	105,5	120,3	33,8	37,1	24,4	14,2	12,6

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

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

que l'aggravation de la situation économique pourrait empêcher des paiements d'intérêts a fortement accru l'aversion des investisseurs à l'égard du risque. En fait, seules deux émissions souveraines de taille ont eu lieu depuis cette date: \$650 millions pour le gouvernement chilien, le 11 octobre, et \$500 millions pour la République dominicaine, le 27 novembre.

Chute des émissions en dollars et en euros

Le ralentissement de l'économie mondiale a continué de freiner les émissions nettes en dollars EU (quelque -30%) ainsi qu'en euros (-50% environ). La diminution de la demande de financements semble avoir été particulièrement marquée en Europe, où les émissions nettes en euros des signatures locales se sont contractées de 19% au deuxième trimestre, puis de 50% au troisième. Celles en dollars des émetteurs nord-américains ont, pour leur part, accusé une baisse inférieure à 33% sur les deux derniers trimestres.

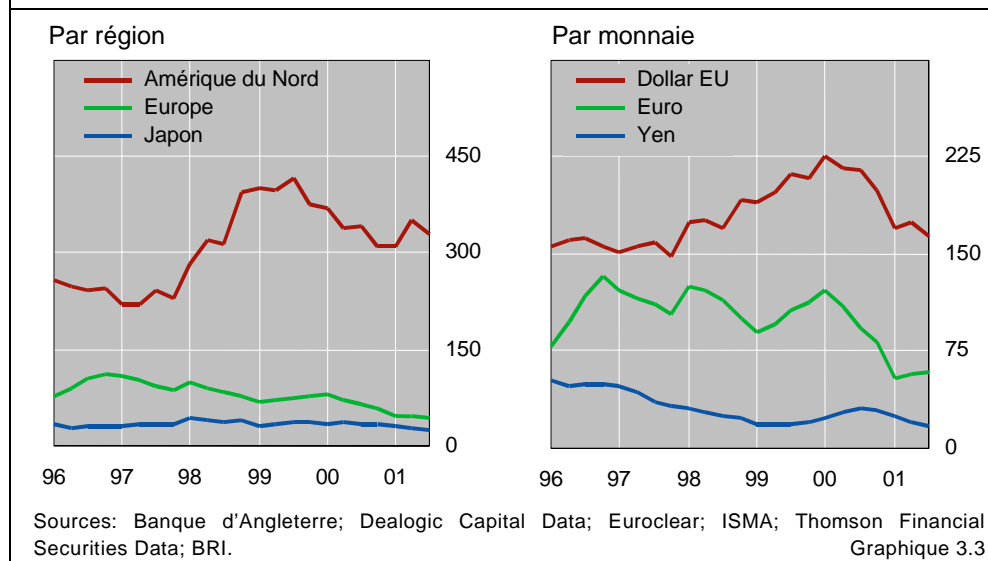
Au cours des trois premiers trimestres 2001, la tendance générale à la diminution du volume moyen des émissions classiques à taux fixe s'est poursuivie (graphique 3.3). Sur la période 1997-2001, la baisse a été plus importante pour l'Europe (près de 50%); le volume moyen en euros, qui avait augmenté lors de l'instauration de la monnaie unique, certains emprunteurs

Chute plus marquée en euros qu'en dollars

Confirmation de la tendance à la diminution du volume des émissions

Obligations et effets internationaux à taux fixe: annonces, taille moyenne

Moyenne mobile sur quatre trimestres; en millions de dollars EU



cherchant alors à imposer des références (étude, page 49), a reflué récemment. Le volume moyen en yens a également beaucoup régressé sur cette période (de \$33 millions à \$16 millions).