

3. Marché des titres de dette

Après le recul marqué du troisième trimestre 2001, les émissions brutes et nettes de titres de dette sont partiellement remontées, par suite notamment d'un phénomène probable de report d'opérations d'un trimestre sur l'autre après les perturbations causées sur les marchés des capitaux par les attentats du 11 septembre. La ventilation par nationalité et par monnaie, fin 2001, révèle des différences de comportement intéressantes. Les émetteurs d'obligations et effets en dollars EU et livres sterling ont manifesté une vive prédilection pour les titres classiques à taux fixe, tandis que l'euro et le yen ont été recherchés dans les structures à taux variable. L'augmentation nette a résulté en grande partie, aux États-Unis, de la contraction des remboursements et, en Europe, d'un afflux d'annonces. Pour les échéances courtes, les montages, en termes nets, sur instruments du marché monétaire sont demeurés négatifs, sauf pour le compartiment du papier commercial. Les émissions nettes des économies émergentes ont légèrement repris, tout en restant très inférieures aux niveaux de 1999 et 2000. Comme le précise la Vue d'ensemble, si les conditions de financement sur les marchés des titres semblent s'être assouplies au cours du quatrième trimestre, c'est uniquement par rapport à la rigueur qui prévalait à la fin de l'été.

Différences selon la région et la monnaie

Les émissions nettes ont fortement rebondi (+53%, à \$270 milliards), après leur chute brutale et sans doute anormale du troisième trimestre (tableau 3.1). Elles restent néanmoins inférieures de 13% à la moyenne trimestrielle pour 2000. Les annonces concernant les obligations et effets ont progressé de 16%, à \$487 milliards (tableau 3.2).

Sur une base mensuelle, les variations saisonnières des émissions brutes d'obligations et effets internationaux ont été substantielles, avec des opérations traditionnellement concentrées sur septembre et peu nombreuses en août. Pour septembre 2001, le graphique 3.1 indique néanmoins des annonces en retrait de 27%, soit \$53 milliards, par rapport au niveau attendu en fonction des facteurs saisonniers, confirmant ainsi l'impact des attentats du 11 septembre. À l'inverse, les annonces en octobre, novembre et décembre

Rebond des
émissions ...

... après les
perturbations du
troisième trimestre

Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	2000	2001	2000	2001				Encours à fin déc. 2001
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4	
Total	1 243,5	1 071,1	312,9	328,4	295,5	177,0	270,1	7 247,5
Instruments du marché monétaire ¹	152,1	- 79,3	46,6	2,2	- 26,2	-45,6	- 9,8	397,5
<i>Papier commercial</i>	55,2	26,9	23,3	22,3	10,1	- 12,0	6,5	243,1
Obligations et effets ¹	1 091,3	1 150,4	266,2	326,2	321,6	222,7	279,9	6 850,0
<i>Notes à taux variable</i>	359,2	306,1	90,7	86,4	72,0	75,0	72,8	1 745,2
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	715,4	808,5	166,1	236,0	239,0	142,2	191,2	4 833,7
<i>Titres liés aux actions</i>	16,7	35,7	9,4	3,8	10,5	5,5	15,9	271,2
Pays développés	1 163,1	995,2	302,8	314,0	256,1	164,0	261,0	6 287,5
<i>États-Unis</i>	467,2	483,6	125,9	153,3	121,2	94,8	114,4	2 225,8
<i>Zone euro</i>	559,9	429,2	138,9	147,1	100,6	66,0	115,5	2 572,5
<i>Japon</i>	- 25,8	- 12,2	- 5,4	- 4,0	2,3	- 6,8	- 3,7	260,0
Places franches	15,0	20,8	3,1	7,3	5,4	4,6	3,5	90,1
Économies émergentes	42,8	39,1	- 0,7	8,9	28,4	- 2,6	4,4	486,5
Institutions internationales	22,6	16,0	7,6	- 1,8	5,5	11,0	1,2	383,4
Secteur privé	975,6	807,7	253,1	267,0	219,2	121,7	199,8	5 418,8
<i>Établissements financiers²</i>	802,8	642,0	203,5	222,7	161,3	102,3	155,6	4 352,2
<i>Entreprises</i>	172,7	165,7	49,6	44,3	57,9	19,3	44,2	1 066,7
Secteur public ³	245,3	247,4	52,2	63,2	70,7	44,4	69,1	1 445,3
<i>Administrations centrales</i>	52,6	38,0	- 3,6	9,2	23,3	- 2,3	7,9	515,6
<i>Agences et organismes</i>	192,7	209,4	55,8	54,0	47,5	46,7	61,3	929,6
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	255,9	-130,3	124,9	-57,0	- 63,1	-49,2	39,1 ⁴	1 918,9
<i>dont: aux États-Unis</i>	208,3	-161,2	42,5	-63,1	- 67,9	-58,5	28,3	1 440,9

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; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorités nationales; BRI.

Tableau 3.1

ont dépassé de 13% en moyenne leurs valeurs attendues; il en est résulté un excédent total de près de \$55 milliards, qui semble dû davantage à un rattrapage après les chiffres anormalement bas des émissions en septembre qu'à un accroissement fondamental de la demande ou de l'offre de financements.

Vive expansion
dans l'UE ...

Une ventilation des émissions nettes selon leur origine géographique montre qu'elles ont pratiquement doublé dans l'Union européenne, à \$143 milliards, et que les annonces ont progressé de 20%. Le quasi-triplement au Royaume-Uni, à \$27 milliards, y a notablement contribué, même si les opérations dans la zone euro ont aussi été très soutenues (+75%, à \$115 milliards) ainsi que les annonces (+19%, à \$345 milliards). L'expansion la

plus forte de la zone euro est à mettre à l'actif des résidents néerlandais et italiens, alors que, pour les allemands, elle n'a été que de 11% par rapport au faible niveau du troisième trimestre.

En revanche, les émissions internationales brutes des résidents américains ont régressé de 8%, la hausse de 21% en termes nets (à \$114 milliards) ayant résulté d'une contraction équivalente des remboursements et d'un arrêt presque total des remboursements anticipés. Au Japon, malgré le léger frémissement des émissions brutes, le résultat net est resté négatif.

... mais
ralentissement des
remboursements
américains

La ventilation par monnaie recoupe largement les tendances nationales (tableau 3.3), avec une hausse de 38% (au niveau quasi record de \$284 milliards) des émissions brutes en euros et un doublement des émissions nettes par rapport au troisième trimestre. Les opérations en livres sterling ont atteint, elles aussi, un record en termes bruts, à \$78 milliards, avec une progression de 160% en chiffres nets. Les positions en dollars - de même que les émissions aux États-Unis - ont légèrement baissé sur une base brute mais augmenté de 22% en chiffres nets.

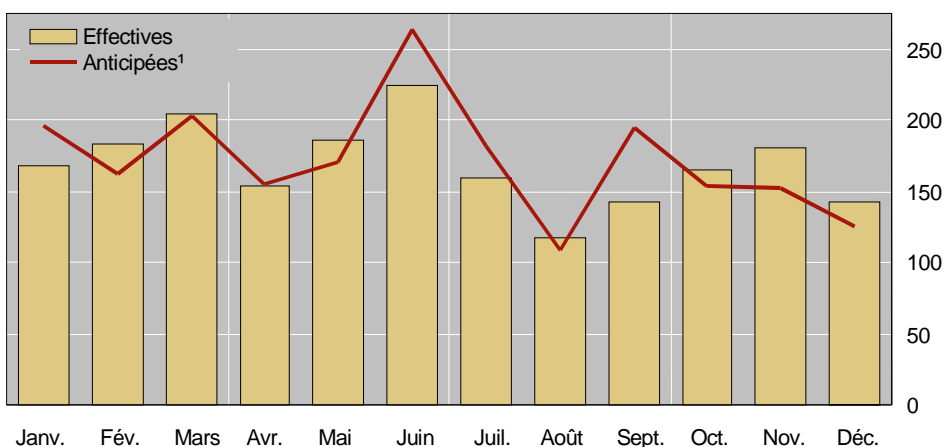
Obligations et effets internationaux: émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2000	2001	2000	2001			
	Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Total des annonces	1 707,7	2 025,3	384,5	555,3	564,1	418,8	487,2
Notes à taux variable	521,0	554,4	128,6	134,4	134,9	139,1	146,1
Obligations classiques à taux fixe	1 130,2	1 403,3	242,1	408,8	410,9	268,7	314,9
Titres liés aux actions ¹	56,5	67,6	13,8	12,1	18,3	11,0	26,2
Dollar EU	794,5	980,1	179,5	261,1	286,1	222,9	210,0
Euro	582,7	721,7	134,8	214,8	191,8	123,6	191,4
Yen	129,1	119,5	19,2	27,5	36,0	32,0	24,0
Autres monnaies	201,4	203,9	51,0	51,8	50,1	40,2	61,7
Secteur privé	1 322,6	1 478,7	304,9	412,6	400,9	293,4	371,8
<i>Établissements financiers</i> ²	1 090,4	1 173,0	252,4	333,1	308,4	244,5	287,0
<i>Entreprises</i>	232,2	305,7	52,5	79,5	92,6	48,9	84,8
<i>dont: télécoms</i>	115,3	133,3	19,6	49,2	29,2	15,9	39,0
Secteur public	316,0	472,1	65,1	125,8	140,4	105,3	100,6
<i>Administrations centrales</i>	92,9	107,0	4,5	31,2	49,4	13,0	13,3
<i>Agences et organismes</i>	223,1	365,1	60,5	94,5	90,9	92,3	87,3
Institutions internationales	69,2	74,5	14,5	17,0	22,7	20,1	14,7
Émissions effectives	1 709,5	2 023,3	420,3	543,7	553,4	429,0	497,1
<i>Pour mémoire:</i>							
<i>Remboursements</i>	618,1	872,9	154,0	217,5	231,8	206,4	217,2

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

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

Obligations et effets: annonces en 2001

En milliards de dollars EU



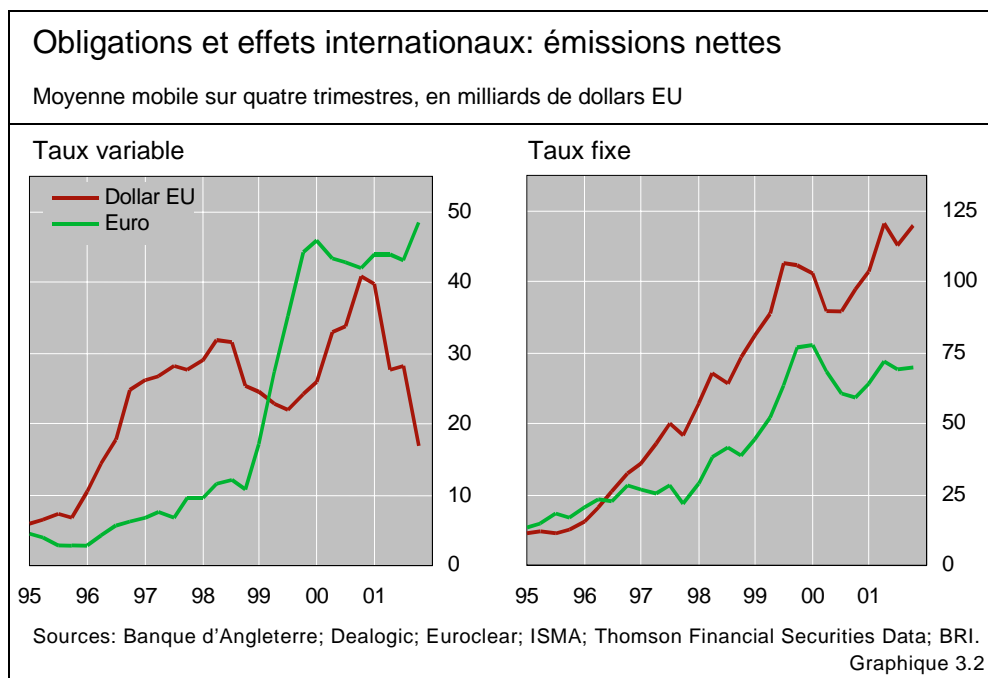
¹ Sur la base de facteurs saisonniers.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.
Graphique 3.1

Les emprunteurs
en dollars et livres
sterling préfèrent
les taux fixes ...

La répartition selon la monnaie et la nature des taux révèle d'intéressantes différences entre les émetteurs (graphique 3.2): dans les compartiments dollar et livre sterling, les préférences vont aux obligations et effets à taux fixe alors que, dans les segments euro et yen, elles portent sur les titres à taux variable. Il est possible que les opérateurs estiment que le cycle des taux d'intérêt a touché son plus bas aux États-Unis et au Royaume-Uni et qu'une remontée est vraisemblable pour toutes les échéances, tandis que, en ce qui concerne l'euro, ils soient dans l'incertitude ou anticipent une nouvelle baisse. Cette hypothèse semblerait confirmée par les courbes des rendements présentées dans la Vue d'ensemble: hausse sans équivoque aux États-Unis et inversion pour le court terme dans la zone euro. Les emprunteurs en yens, qui misent sur le maintien de taux courts faibles pour une durée assez longue, peuvent ne pas être disposés à payer la prime croissante incorporée dans la courbe des rendements du yen.

Les émissions nettes d'obligations et effets classiques à taux fixe en dollars ont augmenté de 43% et celles en livres sterling de 100%. En valeur relative (mais non absolue), cette hausse de 43% a été essentiellement liée à une diminution des remboursements conjuguée à une faible progression des annonces; pour la livre, les émissions brutes ont bondi de 134%. En revanche, les annonces d'opérations à taux variable en dollars et livres ont chuté (respectivement de 37% et 23%); en termes nets, les émissions en dollars ont été négatives pour la première fois depuis début 1992, alors qu'en livres elles sont restées positives, avec cependant une baisse de 14% par rapport au troisième trimestre.



Le compartiment euro a plutôt marqué une prédominance des titres à taux variable. Les émissions nettes d'obligations et effets ont progressé de 83%, à \$64 milliards, surpassant le compartiment à taux fixe (\$58 milliards) et le rythme d'expansion du troisième trimestre (36%). Du côté du yen, les émissions nettes à taux variable ont augmenté de 25%, mais celles à taux fixe sont devenues négatives, passant de \$2 milliards à -\$5 milliards.

... mais les émetteurs en euros et yens optent pour les taux variables

Les émissions d'obligations et effets liées aux actions ont également varié selon la monnaie. Le quintuplement des émissions nettes convertibles en euros a permis de lever \$16 milliards, égalant un record vieux de 12 ans (tableau 3.1). Avec des annonces en euros portant sur \$16 milliards, dont plus de \$4 milliards pour France Télécom, le total des annonces s'est élevé à \$26 milliards (tableau 3.2). Par contraste, le compartiment du dollar a enregistré une chute de près de 70% en termes nets.

Essor des émissions liées aux actions, surtout en euros

Pour les obligations et effets internationaux, l'allongement de l'échéance moyenne à 9,7 ans (contre 7,2 ans au troisième trimestre) résulte en partie du poids accru des émissions en livres sterling, dont l'échéance moyenne est généralement supérieure. Un autre facteur réside dans l'effet conjugué d'un changement de préférence pour les émissions en euros à taux variable et d'une augmentation de l'échéance moyenne de ce type d'opérations, passée de 7,4 ans au troisième trimestre à 12 ans.

Rebond des émissions du secteur privé sous l'impulsion des entreprises non financières

Parallèlement à la contraction persistante des émissions brutes du secteur public, les émissions nettes des secteurs privé et public ont augmenté

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région¹ et monnaie

En milliards de dollars EU

		2000	2001	2000	2001			
		Année	Année	T4	T1	T2	T3	T4
Amérique du Nord	Dollar EU	379,0	401,7	103,3	123,0	96,4	85,0	97,3
	Euro	44,6	64,2	10,8	20,9	15,6	7,0	20,7
	Yen	17,2	16,5	3,2	3,3	5,2	6,4	1,5
	Autres monnaies	18,6	7,6	8,9	5,1	3,3	-1,5	0,7
Europe	Dollar EU	171,8	48,3	54,0	24,9	13,1	-2,9	13,2
	Euro	412,5	399,1	104,8	128,3	103,4	57,2	110,1
	Yen	40,9	-2,9	-2,5	-6,0	1,7	4,0	-2,6
	Autres monnaies	86,7	67,6	23,7	19,0	10,3	11,8	26,5
Autres régions	Dollar EU	62,5	55,0	4,9	7,7	36,6	9,4	1,2
	Euro	15,1	12,9	2,0	5,4	4,3	0,5	2,7
	Yen	-20,4	-2,4	-4,6	-3,3	4,5	-2,5	-1,0
	Autres monnaies	15,1	3,5	4,4	0,3	1,0	2,5	-0,2
Total	Dollar EU	613,3	504,9	162,1	155,5	146,1	91,6	111,7
	Euro	472,1	476,2	117,7	154,6	123,4	64,7	133,5
	Yen	37,7	11,2	-4,0	-6,0	11,3	8,0	-2,1
	Autres monnaies	120,4	78,8	37,1	24,4	14,6	12,8	27,0

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

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

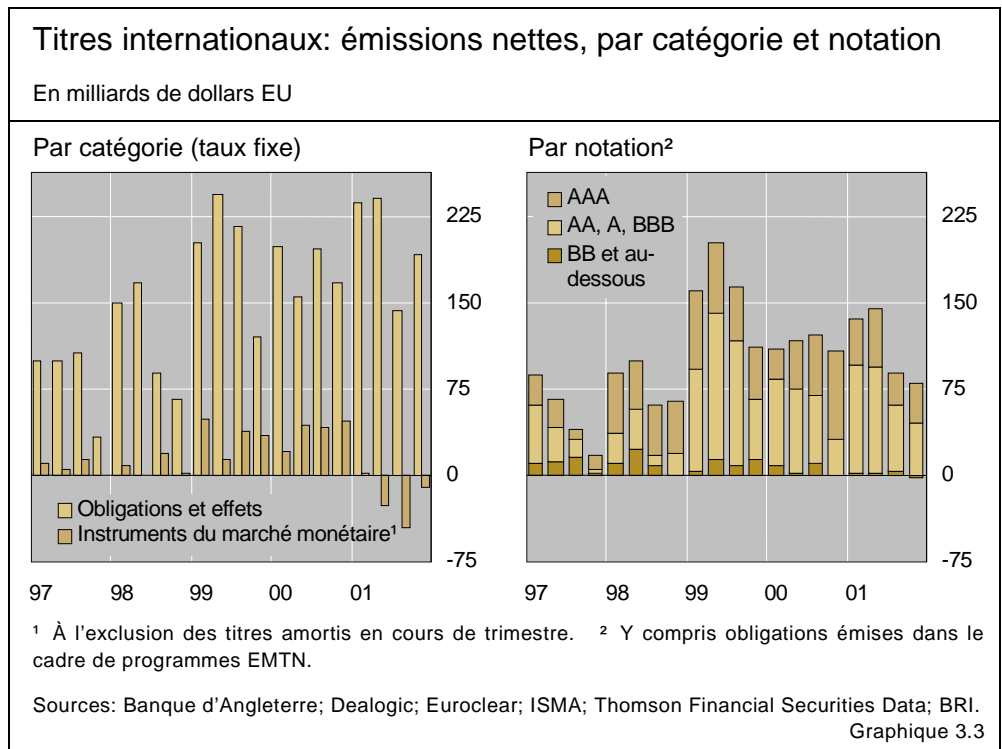
Tableau 3.3

(tableaux 3.1 et 3.2). La hausse de 56%, à \$69 milliards, des financements nets collectés par le secteur public sur les marchés des titres internationaux, à laquelle les organismes américains ont encore sensiblement contribué, a principalement résulté d'une diminution des remboursements (-29%). Les lancements nets des institutions internationales ont chuté de 89%, dépassant à peine \$1 milliard.

Rebond des
émissions
d'entreprises

Avec l'augmentation de 15% des émissions brutes, les émissions nettes du secteur privé ont fait un bond de 64%, à \$200 milliards, mais demeurent néanmoins bien en deçà des moyennes trimestrielles de 2000. Les entreprises, dont les annonces ont progressé de 34% et les lancements de 129%, se sont situées au premier rang des emprunteurs privés et nombre de leurs émissions ont été sursouscrites, surtout en novembre et décembre. Concernant les emprunts nets des institutions financières, la tendance baissière des deux trimestres précédents a commencé à s'inverser, avec une hausse de 52%, sauf pour les émissions américaines, en repli de 16%.

Le recul des émissions nettes d'obligations notées s'est confirmé (graphique 3.3): le volume des titres AAA a été plus élevé qu'au troisième trimestre mais inférieur aux moyennes trimestrielles de 1999-2000. Pour les autres valeurs de haute qualité, le fléchissement s'est poursuivi, tandis que les financements des émetteurs de second rang sont devenus négatifs.



L'accélération des émissions de titres sans notation a probablement reflété la progression relative des opérations des entreprises européennes, qui bénéficient moins souvent d'une notation que leurs homologues américaines.

Tout en demeurant négatives, les émissions nettes d'instruments du marché monétaire ont augmenté, après leur chute brutale du troisième trimestre (tableau 3.1); cette progression est largement imputable aux lancements de papier commercial sur les marchés internationaux redevenus positifs en chiffres nets. Sur le marché intérieur américain, les émissions nettes ont été cette fois positives, alors que celles des résidents sur les marchés internationaux sont restées négatives. Cette atonie s'explique en partie par les déclassements de certains gros emprunteurs, qui se sont tournés vers l'obligataire, plus accueillant. Que ce soit sur le marché américain ou sur l'ensemble des marchés internationaux, la forte remontée, en termes nets, des montages de papier commercial par les institutions financières a compensé la tendance négative du côté des entreprises non financières.

Les émissions nettes restent négatives pour les instruments du marché monétaire ...

... mais celles des institutions internationales deviennent positives pour le papier commercial

Économies émergentes: persistance de l'apathie

Les émissions nettes des économies émergentes sont devenues positives mais, avec juste \$4 milliards, elles ne représentent qu'une fraction de leurs moyennes trimestrielles de 1999-2000, malgré la contraction marquée des primes de risque, évoquée dans la Vue d'ensemble, sur leurs titres de dette. Une certaine reprise des émissions brutes a également été observée, avec une hausse de 43%, à \$21 milliards.

L'évolution des émissions nettes d'un trimestre sur l'autre a été due essentiellement au Mexique et à la Corée du Sud. En raison de la forte

diminution des remboursements de l'État mexicain, celles des résidents sont passées de -\$6,9 milliards à zéro. En Corée du Sud, les appels de fonds du secteur privé ont eu un effet stimulant, avec une progression de -\$1,3 milliard à \$1,6 milliard.