

3. Marché des titres de dette

Le rebond de l'activité économique aux États-Unis au premier trimestre 2002 n'a pas été associé à une augmentation de la demande mondiale de

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2000	2001	2001				2002	Encours à fin mars 2002
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 241,1	1 067,0	326,3	291,6	177,3	271,8	209,6	7 412,5
Instruments du marché monétaire ¹	152,1	-78,9	2,2	-26,2	-45,6	-9,3	-8,4	387,2
<i>Papier commercial</i>	55,2	26,9	22,3	10,1	-12,0	6,5	5,5	247,3
Obligations et effets ¹	1 088,9	1 145,9	324,1	317,8	222,9	281,1	218,0	7 025,3
<i>Notes à taux variable</i>	356,8	301,7	85,5	70,2	73,9	72,1	45,3	1 772,3
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	715,4	808,6	234,7	238,0	142,9	193,1	169,6	4 980,3
<i>Titres liés aux actions</i>	16,7	35,5	3,9	9,6	6,1	15,9	3,1	272,7
Économies avancées	1 160,9	990,2	312,1	252,2	163,9	262,0	191,4	6 438,5
<i>États-Unis</i>	465,3	481,1	151,9	121,2	93,7	114,2	105,3	2 323,1
<i>Zone euro</i>	559,4	424,6	146,8	95,4	66,2	116,2	72,6	2 616,6
<i>Japon</i>	-25,9	-14,0	-4,1	0,3	-6,5	-3,7	-9,7	246,7
Places franches	15,0	21,0	7,1	5,4	4,6	3,9	2,6	92,6
Économies émergentes	42,4	39,8	8,9	28,4	-2,2	4,6	8,1	493,4
Institutions internationales	22,8	16,1	-1,8	5,7	11,0	1,2	7,5	388,1
Secteur privé	973,0	803,2	264,8	215,3	122,0	201,2	134,1	5 514,4
<i>Établissements financiers²</i>	800,4	641,7	221,5	159,4	101,7	159,1	132,8	4 457,2
<i>Entreprises</i>	172,6	161,6	43,3	55,9	20,3	42,1	1,2	1 057,3
Secteur public ³	245,3	247,7	63,3	70,7	44,4	69,3	68,1	1 510,0
<i>Administrations centrales</i>	52,6	38,3	9,4	23,3	-2,3	8,0	16,4	529,7
<i>Agences et organismes</i>	192,7	209,5	54,0	47,5	46,7	61,4	51,6	980,3
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique⁴</i>	255,0	-140,1	-57,1	-63,3	-50,9	31,2	-78,3	1 827,7
<i>dont : aux États-Unis</i>	208,3	-161,2	-63,1	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	1 377,6

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 Chiffres pour le 1^{er} trimestre 2002 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							
	2000	2001	2001				2002
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	1 707,7	2 027,9	554,5	562,0	419,9	491,5	523,7
Notes à taux variable	521,0	556,5	134,5	135,4	139,0	147,5	129,2
Obligations classiques à taux fixe	1 130,2	1 403,9	407,5	408,9	269,7	317,7	385,1
Titres liés aux actions ¹	56,5	67,5	12,4	17,7	11,1	26,2	9,4
Dollar EU	794,5	982,0	259,9	286,6	224,0	211,5	270,1
Euro	582,7	719,6	215,2	187,5	123,8	193,2	182,5
Yen	129,1	120,6	27,7	36,8	32,0	24,2	16,0
Autres monnaies	201,4	205,7	51,8	51,2	40,1	62,6	55,1
Secteur privé	1 322,6	1 479,5	411,7	398,7	294,1	375,0	372,8
<i>Établissements financiers</i> ²	1 090,4	1 178,8	332,8	309,1	244,5	292,3	317,1
<i>Entreprises</i>	232,2	300,7	78,8	89,6	49,5	82,7	55,8
<i>dont : télécoms</i>	115,3	134,6	49,5	30,2	15,9	39,0	11,6
Secteur public	316,0	473,7	125,9	140,4	105,8	101,7	122,8
<i>Administrations centrales</i>	92,9	108,5	31,4	49,4	13,4	14,2	30,8
<i>Agences et organismes</i>	223,1	365,2	94,5	90,9	92,3	87,4	91,9
Institutions internationales	69,2	74,6	17,0	22,9	20,0	14,8	28,1
Émissions effectives	1 709,5	2 025,6	543,0	551,0	430,6	501,1	487,2
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	620,5	879,7	218,9	233,2	207,7	219,9	269,3

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

financements internationaux. Les émissions nettes sur le marché des titres de dette se sont inscrites à \$210 milliards (tableau 3.1), en recul respectivement de 23 % et 36 % par rapport au trimestre précédent et aux trois premiers mois de 2001. Les annonces d'émissions brutes ont été relativement importantes, à \$524 milliards (tableau 3.2), mais les montants nets sont restés peu élevés en raison du niveau record des remboursements qui sont montés en flèche, à \$270 milliards.

Le recul des émissions nettes depuis le quatrième trimestre 2001 surestime probablement l'évolution de la demande de financements internationaux. Les estimations BRI donnent à penser que la tragédie du 11 septembre a provoqué le report d'environ \$50 milliards d'opérations entre le troisième et le quatrième trimestre. En supposant que les remboursements n'aient pas été autant affectés par les attentats, il ressort que les lancements nets au quatrième trimestre ont été artificiellement élevés. Compte tenu de ce facteur, ils ont été relativement stables sur les deux derniers trimestres : la diminution des besoins de financement des opérateurs télécoms et des constructeurs automobiles a été en partie compensée par l'augmentation, en termes nets, de ceux des administrations centrales et des économies émergentes.

Le premier trimestre 2002 a été marqué par des changements dans l'échéancier des obligations internationales, des difficultés d'accès au marché du papier commercial (PC) ayant conduit certains emprunteurs à allonger l'échéance de leur dette. D'ailleurs, l'encours de PC sur le marché intérieur américain a diminué de \$63 milliards durant cette période, tandis que celui des instruments du marché monétaire a baissé pour le quatrième trimestre consécutif.

Économies avancées : persistance de l'apathie des emprunteurs du secteur privé

La baisse des émissions nettes de titres internationaux d'un trimestre sur l'autre est totalement imputable aux emprunteurs des économies avancées. La zone euro enregistre la plus forte contraction en termes absolus (de \$116 milliards à \$73 milliards), devant les États-Unis (de \$114 milliards à \$105 milliards). Les emprunts nets du Japon ont été négatifs pour le troisième trimestre consécutif, le recul de \$10 milliards ayant été presque entièrement le fait des établissements financiers.

Le repli marqué des emprunts du secteur privé ...

Le repli marqué des emprunts du secteur privé a été la principale cause du tassement des émissions nettes. Globalement, celles des établissements financiers sont tombées à \$133 milliards, soit 40 % au-dessous de leur récent record du premier trimestre 2001. Les sociétés non financières ont été quasiment inactives, avec \$1 milliard, soit une baisse de 97 %, ce qui montre qu'une grande partie des émissions brutes a servi de refinancement.

La réduction des besoins de financement des opérateurs télécoms et des constructeurs automobiles a également joué un rôle. Les émissions brutes à long terme des télécoms sont revenues de \$39 milliards à \$12 milliards, tandis que celles du secteur automobile ont régressé de \$27 milliards à \$20 milliards. En revanche, les opérations nettes du secteur public, à \$68 milliards, sont restées soutenues, grâce à la vive augmentation des emprunts des administrations centrales (à \$16 milliards) qui a quasiment compensé le recul de 16 % pour les agences gouvernementales.

... montre que la demande d'investissement reste atone

La vigueur relative des émissions au dernier trimestre 2001 doit être considérée dans le contexte de l'incidence antérieure exercée par le ralentissement économique mondial sur la demande de financements internationaux. S'agissant des émissions nettes au premier trimestre 2002, elles se sont situées bien en deçà des niveaux enregistrés avant le début du tassement de l'activité. Le fait qu'elles ne sont pas revenues à des rythmes plus normaux laisse supposer que les entreprises ne sont pas encore prêtes à effectuer de gros investissements en capital fixe.

Papier commercial : les difficultés persistantes stimulent les émissions à long terme

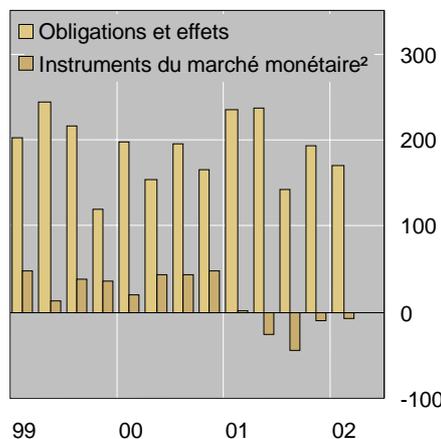
Les difficultés persistantes ...

Les déclassements et la réticence de certaines banques à fournir des facilités de soutien (analyse pages 5-7) ont causé de nouvelles difficultés à quelques

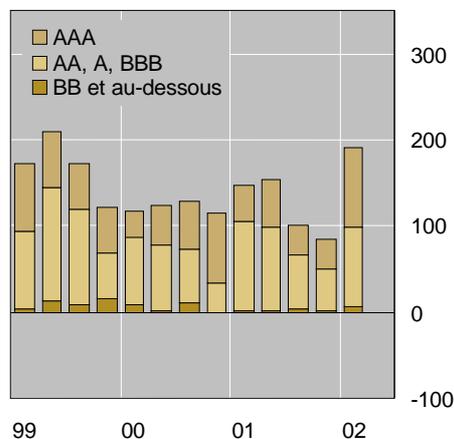
Titres internationaux : émissions nettes, par catégorie et notation

En milliards de dollars EU

Par catégorie (taux fixe)



Par notation¹



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

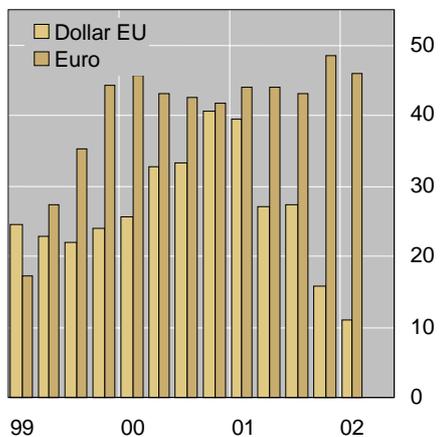
Sources : Banque d'Angleterre ; Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; BRI. Graphique 3.1

protagonistes du marché du PC au premier trimestre 2002. Les fonds communs de placement en sont les plus gros acheteurs, et le montant de PC moins bien noté auquel ils ont droit est, depuis longtemps, limité par la Securities and Exchange Commission. En début d'année, les agences de notation ont déclassé plusieurs grands émetteurs, les bannissant ainsi de ce marché. De plus, en avril, une banque de premier plan a annoncé qu'elle cessait de fournir des facilités de soutien, obligatoires depuis peu pour les programmes de PC. Sur le marché intérieur américain, ces difficultés ont

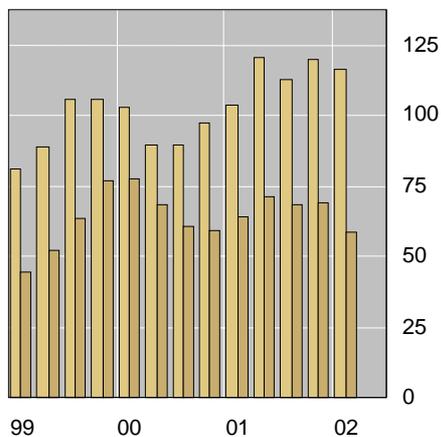
Obligations et effets internationaux : émissions nettes

Moyenne mobile sur quatre trimestres, en milliards de dollars EU

Taux variable



Taux fixe



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

provoqué une nouvelle baisse de l'encours de PC, qui, à \$1 378 milliards, est inférieur de 14 % à son record du quatrième trimestre 2000 ; la contraction a été encore plus marquée pour les sociétés non financières, avec une chute de 50 % depuis le troisième trimestre 2000. L'encours des instruments du marché monétaire a aussi régressé pendant les trois premiers mois de 2002, et ce pour le quatrième trimestre consécutif.

... stimulent à nouveau les émissions à long terme

Les lancements nets d'obligations notées ont bondi de 128 %, pour atteindre le chiffre record de \$191 milliards (graphique 3.1). Ceux des titres AAA ont sensiblement progressé (+172 %, à \$93 milliards) tandis que, pour les titres BBB, ils sont passés de \$4,8 milliards à \$7,7 milliards. La hausse des émissions BBB concorde avec l'avis, exprimé dans la Vue d'ensemble, selon lequel les difficultés du marché du PC au quatrième trimestre ont été liées à un report continu des entreprises sur le long terme. Les emprunteurs en dollars EU ont de nouveau affiché leur préférence pour les émissions classiques à taux fixe (graphique 3.2), et les émetteurs en euros ont continué à privilégier les taux variables.

Économies émergentes : redressement des émissions nettes

La hausse globale des émissions ...

Les émissions nettes des économies émergentes se sont encore quelque peu redressées au premier trimestre 2002, atteignant \$8 milliards, soit moins que leur moyenne trimestrielle de \$10 milliards depuis le début de la crise financière asiatique. L'augmentation a été assez uniforme sur toutes les

		2000	2001	2001				2002
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	378,5	400,4	121,9	97,7	83,9	96,9	89,7
	Euro	44,5	64,4	20,9	15,5	7,2	20,9	18,0
	Yen	17,2	16,4	3,2	5,2	6,4	1,6	-3,5
	Autres monnaies	17,3	7,4	4,9	3,2	-1,5	0,7	3,7
Europe	Dollar EU	171,9	46,5	23,8	13,2	-2,7	12,2	3,2
	Euro	411,6	396,7	128,7	98,7	57,9	111,4	82,8
	Yen	40,8	-2,6	-6,0	2,1	3,9	-2,6	-13,3
	Autres monnaies	88,0	69,8	19,2	11,3	11,9	27,5	17,4
Autres régions	Dollar EU	61,5	55,0	7,4	36,2	9,7	1,7	17,6
	Euro	15,0	12,9	5,3	4,5	0,3	2,9	3,5
	Yen	-20,3	-1,9	-3,2	4,5	-2,1	-1,0	-12,5
	Autres monnaies	15,0	1,9	0,2	-0,4	2,4	-0,3	3,1
Total	Dollar EU	611,9	501,9	153,1	147,1	90,9	110,8	110,6
	Euro	471,1	474,1	154,9	118,6	65,4	135,1	104,3
	Yen	37,7	12,0	-6,0	11,8	8,3	-2,0	-29,3
	Autres monnaies	120,4	79,1	24,4	14,1	12,7	27,9	24,1

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

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

régions. En termes bruts, les annonces sont passées de \$22 milliards, au quatrième trimestre 2001, à \$26 milliards.

Les chiffres globaux des émissions nettes masquent d'importantes disparités entre régions. S'agissant des économies d'Asie, par exemple, un repli marqué pour les emprunteurs sud-coréens (de \$1,5 milliard à -\$2,4 milliards) a été en partie compensé par une hausse pour les résidents de Chine et des Philippines : les premiers sont passés de -\$0,3 milliard à \$0,5 milliard et les seconds de \$0,8 milliard à \$1,7 milliard. Ce dernier chiffre incorpore deux transactions notables en dollars EU de la République des Philippines (\$1 milliard et \$0,75 milliard). Pour l'Amérique latine, on relève une progression de \$3,2 milliards pour le Brésil et de \$1,6 milliard pour le Mexique. Le Pérou, qui a émis sa première obligation internationale depuis 1928, a collecté \$0,5 milliard d'argent frais ainsi que \$0,9 milliard par l'échange de cinq obligations Brady non échues. En revanche, les émissions nettes des résidents argentins et vénézuéliens ont fléchi respectivement de \$2 milliards et \$1,0 milliard.

... masque des différences entre régions

Le Pérou émet sa première obligation internationale depuis plus de 70 ans

Titres liés aux actions : les émissions nettes à leur plus bas niveau historique

Les émissions nettes de titres liés aux actions sont revenues à \$3 milliards au premier trimestre 2002, contre \$16 milliards au précédent. En termes de pourcentage du total des annonces (tableau 3.2), les émissions brutes se sont inscrites à un minimum historique. Les fonds spéculatifs, qui incorporaient un gros volume d'obligations convertibles, ont subi de lourdes pertes sur ces instruments au quatrième trimestre 2001, ce qui les a fortement découragés.