

3. Marché des titres de dette

En dépit de la détérioration des conditions financières en juin, les émissions nettes sont remontées au deuxième trimestre 2002, à \$344 milliards

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2000	2001	2001			2002		Encours à fin juin 2002
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 237,8	1 348,8	370,8	224,8	339,4	310,2	344,0	8 634,7
Instruments du marché monétaire ¹	152,1	-78,9	-26,2	-45,6	-9,3	-7,8	7,5	423,4
<i>Papier commercial</i>	55,2	26,9	10,1	-12,0	6,5	5,5	1,8	266,8
Obligations et effets ¹	1 085,6	1 427,7	397,0	270,4	348,8	318,0	336,5	8 211,3
<i>Notes à taux variable</i>	354,6	391,6	98,7	93,8	95,9	61,0	74,4	2 076,8
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	714,3	996,4	287,6	170,5	237,5	253,7	247,9	5 824,4
<i>Titres liés aux actions</i>	16,7	39,7	10,7	6,2	15,3	3,3	14,1	310,1
Économies avancées	1 158,1	1 260,8	327,2	210,1	323,8	286,3	325,3	7 582,6
<i>États-Unis</i>	464,5	597,2	155,4	114,3	136,9	138,8	117,5	2 638,7
<i>Zone euro</i>	558,2	551,5	126,9	87,4	149,3	128,4	151,2	3 261,2
<i>Japon</i>	-25,8	-10,1	1,1	-6,5	-1,8	-9,3	3,2	272,4
Places franches	14,7	27,0	8,1	5,4	6,4	4,5	-0,1	103,0
Économies émergentes	42,1	44,7	29,9	-1,8	7,9	11,5	12,0	528,6
Organisations internationales	22,9	16,3	5,7	11,1	1,3	8,0	6,8	420,6
Secteur privé	970,4	1 003,3	267,5	156,4	252,0	193,1	285,9	6 463,4
<i>Établissements financiers²</i>	798,1	800,3	200,7	133,6	196,4	178,9	243,5	5 242,7
<i>Entreprises</i>	172,3	202,9	66,8	22,8	55,6	14,2	42,5	1 220,7
Secteur public ³	244,5	329,3	97,7	57,2	86,2	109,1	51,3	1 750,7
<i>Administrations centrales</i>	52,6	60,5	32,1	-2,3	11,6	45,1	7,2	629,1
<i>Agences et organismes</i>	191,9	268,7	65,6	59,5	74,6	64,0	44,0	1 121,7
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique⁴</i>	255,6	-139,6	-63,1	-49,8	30,7	-73,0	-58,5	1 828,4
<i>dont : aux États-Unis</i>	208,3	-161,2	-67,9	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	1 320,6

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres établissements financiers. ³ Hors organisations internationales. ⁴ Chiffres pour le deuxième 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	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	1 703,8	2 306,5	639,8	465,8	554,1	606,5	582,0
Notes à taux variable	518,2	643,6	163,1	157,1	168,7	141,8	165,0
Obligations classiques à taux fixe	1 129,1	1 590,7	458,0	297,6	359,1	455,1	396,3
Titres liés aux actions ¹	56,5	72,2	18,7	11,1	26,3	9,6	20,7
Dollar EU	791,8	1 131,9	332,2	247,0	243,6	310,8	260,4
Euro	581,7	841,9	217,0	145,7	221,3	228,4	235,5
Yen	129,1	125,3	38,8	32,5	26,2	16,4	25,9
Autres monnaies	201,2	207,5	51,7	40,6	62,9	51,0	60,1
Secteur privé	1 319,5	1 676,6	451,0	327,0	420,9	416,7	438,2
<i>Établissements financiers</i> ²	1 087,6	1 335,4	349,8	276,0	325,7	353,1	364,1
<i>Entreprises</i>	231,9	341,1	101,3	51,0	95,2	63,6	74,2
<i>dont : télécoms</i>	119,3	134,6	30,2	15,9	38,0	11,8	14,5
Secteur public	315,1	555,2	165,9	118,7	118,4	163,8	122,5
<i>Administrations centrales</i>	92,9	130,8	58,2	13,4	17,9	59,3	29,0
<i>Agences et organismes</i>	222,2	424,4	107,6	105,3	100,5	104,6	93,5
Organisations internationales	69,2	74,8	22,9	20,1	14,8	26,0	21,3
Émissions effectives	1 705,6	2 306,3	630,2	478,1	568,4	587,9	579,2
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	619,9	878,6	233,2	207,7	219,6	269,9	242,7

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

(tableau 3.1), en progression de 11 % par rapport aux trois mois précédents. L'augmentation de la demande de fonds du secteur privé a été nettement plus forte que les chiffres globaux ne le suggèrent, compte tenu de l'importante contraction, en termes nets, du secteur public. L'expansion des opérations globales du secteur privé a été presque entièrement attribuable aux emprunteurs européens et japonais ; en revanche, l'activité des signatures américaines est revenue de \$139 milliards à \$118 milliards. Quant aux émetteurs des économies émergentes, ils ont continué de faire appel au marché des titres à un rythme modéré.

Vers la fin du deuxième trimestre, les annonces sur l'obligataire international ont fortement baissé par rapport aux niveaux attendus sur la base des facteurs saisonniers. Cette contraction a coïncidé avec un accroissement des primes de risque des entreprises (Vue d'ensemble, page 1), indiquant davantage une contraction de l'offre de fonds que de la demande. Les émissions brutes des bonnes signatures ont enregistré une chute particulièrement marquée, après le tarissement, à partir de mai, de celles des emprunteurs de notation inférieure. En juillet, les primes de risque se sont nettement élargies aux États-Unis et en Europe (Vue d'ensemble). Il s'est produit un nouveau recul des annonces des emprunteurs bien notés en Europe

et, pour l'essentiel, un tassement des émissions nettes de leurs homologues aux États-Unis. Par ailleurs, après avoir lancé d'importants volumes pendant plusieurs mois, les grandes sociétés financières américaines ont été quasiment absentes des marchés d'obligations et effets en juillet.

Les emprunts du secteur privé compensent la baisse des émissions du secteur public

Les émissions nettes du secteur public ont chuté d'un trimestre à l'autre ; avec \$51 milliards, leur repli atteint 53 % et a autant touché les emprunteurs américains qu'européens. Dans les économies européennes avancées, il a résulté d'un moindre recours au crédit par les administrations centrales. Aux États-Unis, le volume est passé de \$61 milliards à \$37 milliards, les émissions effectives se contractant de \$19 milliards. La régression des transactions brutes des agences de crédit immobilier américaines n'y est pas étrangère (de \$41 milliards à \$33 milliards pour Freddie Mac et de \$31 milliards à \$24 milliards pour Fannie Mae). L'une et l'autre ont néanmoins figuré parmi les plus gros émetteurs d'obligations et effets, à hauteur de \$6 milliards chacune, avec une marge de 26 points de base pour la seconde.

Recul des émissions du secteur public ...

La baisse des émissions nettes des organismes publics au deuxième trimestre 2002 a été largement compensée par un essor dans le secteur privé (à \$286 milliards, soit +48 % par rapport au trimestre précédent). Il a surtout

... largement compensé par une hausse pour le secteur privé

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par région et monnaie ¹								
En milliards de dollars EU								
		2000	2001	2001			2002	
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Amérique du Nord	Dollar EU	377,7	526,4	136,1	105,9	120,9	126,6	93,3
	Euro	44,5	64,4	15,5	7,1	20,9	17,8	15,1
	Yen	17,2	17,5	5,7	6,7	1,8	-3,5	1,7
	Autres monnaies	17,3	8,3	3,5	-1,0	0,7	3,5	6,2
Europe	Dollar EU	170,2	56,7	14,2	-0,7	15,6	6,5	43,0
	Euro	411,3	520,1	130,1	79,1	142,2	137,9	133,8
	Yen	40,8	-1,4	3,3	3,9	-2,6	-13,3	-4,7
	Autres monnaies	88,1	71,1	11,7	11,9	28,1	17,0	30,9
Autres régions	Dollar EU	61,4	69,8	41,8	11,0	7,7	23,6	13,7
	Euro	14,8	13,0	4,8	0,3	2,9	3,1	7,2
	Yen	-20,3	0,6	4,8	-1,9	0,9	-12,1	5,9
	Autres monnaies	14,9	2,4	-0,7	2,4	0,3	3,2	-2,0
Total	Dollar EU	609,3	652,8	192,1	116,2	144,2	156,6	149,9
	Euro	470,6	597,5	150,3	86,5	166,0	158,7	156,2
	Yen	37,7	16,7	13,9	8,7	0,1	-28,9	2,8
	Autres monnaies	120,2	81,8	14,6	13,3	29,1	23,7	35,0

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

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

Tableau 3.3

été le fait des établissements financiers (\$244 milliards, troisième plus forte hausse jamais enregistrée) et des entreprises non financières, l'opération la plus importante (\$6 milliards) ayant été réalisée par GE Capital Corporation.

L'augmentation des émissions du secteur privé est presque entièrement due aux emprunteurs des économies européennes avancées, avec \$184 milliards en chiffres nets contre \$108 milliards au premier trimestre. Le Japon est passé de -\$10 milliards à \$4 milliards, tandis qu'aux États-Unis le montant est resté quasiment inchangé. Les annonces, en termes bruts, du secteur privé américain ont régressé de \$161 milliards à \$145 milliards.

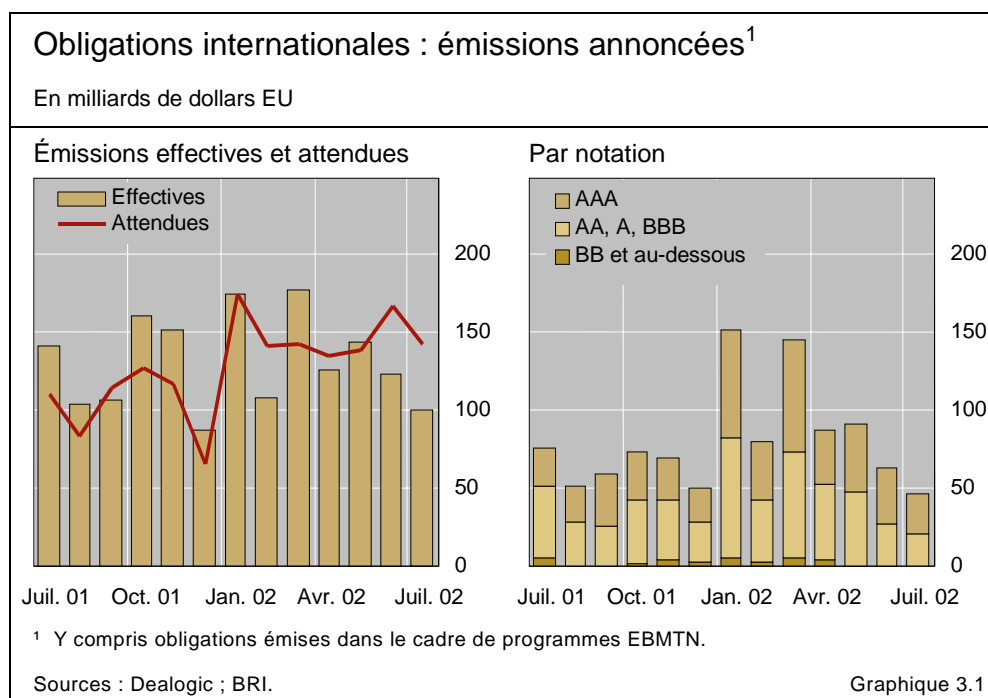
Les emprunteurs des économies émergentes conservent l'accès au marché

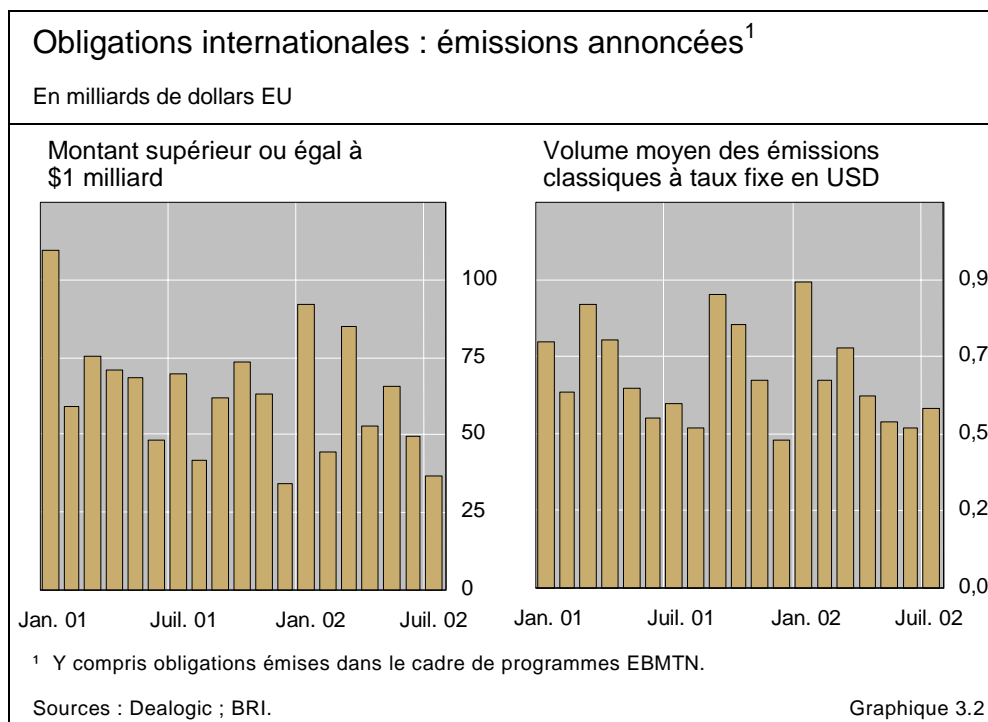
Les économies émergentes ont continué d'emprunter de façon modérée. À \$12 milliards, leurs émissions nettes ont été pratiquement inchangées par rapport au trimestre précédent et légèrement au-dessus de la moyenne trimestrielle depuis le début de la crise financière asiatique. Les annonces en termes bruts ont faiblement progressé, de \$30 milliards à \$33 milliards. Le plus gros emprunteur a été Petronas Capital Limited, qui a lancé, en trois fois, pour plus de \$2,7 milliards de titres.

Les chiffres agrégés recouvrent de grandes disparités régionales. Par exemple, les émissions nettes des économies d'Asie et Pacifique ont progressé (à \$10,1 milliards, contre \$4,3 milliards), en raison principalement de la forte présence de la clientèle sud-coréenne. En Amérique latine, en revanche, les emprunts ont chuté (de \$4 milliards à -\$3 milliards), essentiellement sous l'effet du recul des émissions nettes au Mexique ; ils se sont également contractés au Brésil, revenant de \$2,7 milliards à \$1 milliard.

Les émissions des économies émergentes demeurent globalement inchangées ...

... tandis que les emprunts de la Corée du Sud s'accroissent fortement





Le marché du papier commercial en proie à des difficultés persistantes

La contraction du marché américain du papier commercial (PC) s'est poursuivie au deuxième trimestre. Les émissions nettes des établissements financiers ont baissé de 4 %, à \$1 151 milliards, et celles des sociétés non financières de 8 %, à \$170 milliards, le repli total se chiffrant à \$57 milliards. Les trimestres précédents, la hausse parallèle des émissions classiques à taux fixe d'obligations et effets avait indiqué une évolution dans la structure des financements du court vers le long terme ; cette fois, cependant, ce segment a fléchi (tableau 3.2). Par contre, sur le marché international du PC, de taille sensiblement inférieure, les lancements nets ont été positifs, à \$1,8 milliard.

Les conditions de crédit se détériorent depuis juin

Les conditions de crédit en général, et celles du marché international des obligations et effets en particulier, paraissent avoir commencé à se détériorer en juin. Par contraste avec la hausse substantielle des émissions obligataires internationales qui intervient normalement entre mai et juin, les annonces ont régressé de \$21 milliards (graphique 3.1, cadre de gauche), les économies avancées ayant joué un rôle important à cet égard ; en effet, la chute des émissions nettes des bonnes signatures y a été très marquée (\$63 milliards, contre \$90 milliards) et le tarissement de celles des emprunteurs moins bien notés s'est confirmé. Les quatre premiers mois de 2002, les annonces d'opérations de qualité inférieure ont représenté quelque 2 % du total sur l'obligataire international. En mai comme en juin, par contre, ce pourcentage est descendu à 0,3 %.

Émissions étonnamment faibles en juin ...

... accompagnées
d'un accroissement
des primes de
risque

Comme l'indique la Vue d'ensemble, en juin les primes de risque ont commencé à s'accroître aux États-Unis et continué d'augmenter en Europe. Cette tendance et la contraction simultanée des émissions laissent entrevoir une réduction de l'offre de fonds sur l'obligataire international vers la fin du deuxième trimestre. Il apparaît que les établissements financiers, en particulier, ont eu des difficultés à mobiliser des fonds. Leurs émissions classiques à taux fixe sont revenues de \$80 milliards en mai à \$59 milliards en juin, alors que celles des sociétés non financières ont légèrement progressé.

Les émissions
baissent encore
en juillet ...

Les primes de risque ont continué à s'élargir en juillet tant aux États-Unis qu'en Europe. Les chiffres préliminaires font apparaître un nouveau recul des annonces sur l'obligataire international, inférieur cependant à ce qu'on pouvait attendre sur la base des facteurs saisonniers. Le montant total des gros volumes lancés sur ce marché est revenu à \$37 milliards, son plus bas depuis décembre 2001 (graphique 3.2). Les émissions des emprunteurs de qualité inférieure ont encore été pratiquement nulles, tandis que celles des bonnes signatures ont poursuivi leur repli en juillet, à \$46 milliards, leur plus bas depuis décembre 2000. Le tassement a été particulièrement marqué aux États-Unis, avec une quasi-absence d'annonces en juillet. Les principales sociétés financières américaines sont restées à l'écart du marché. En mai comme en juin, les trois plus grandes ont émis pour \$13 milliards de titres en termes bruts ; en juillet, elles se sont en fait retirées du marché. Cela étant, plusieurs opérations importantes ont été effectuées ce mois-là. Parmi les émissions notées AA se trouvaient celles du Crédit Agricole SA et du Credit Suisse First Boston, chacune à hauteur de \$1 milliard, la seconde étant assortie d'une prime de 185 points de base.

... tandis que les
grandes sociétés
financières
américaines se
retirent du marché