

### 3. Marché des titres de dette

Le ralentissement amorcé en juin s'est poursuivi au troisième trimestre 2002 ; avec seulement \$183 milliards d'émissions nettes (tableau 3.1), ce chiffre est

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2000	2001	2001		2002			Encours à fin sept. 2002
	Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3	
Total	1 237,3	1 348,8	224,8	339,4	309,4	344,5	182,7	8 777,4
Instruments du marché monétaire <sup>1</sup>	152,1	-78,9	-45,6	-9,3	-7,8	8,3	10,4	433,1
<i>Papier commercial</i>	55,2	26,9	-12,0	6,5	5,5	1,8	19,2	285,2
Obligations et effets <sup>1</sup>	1 085,2	1 427,6	270,4	348,8	317,3	336,2	172,3	8 344,3
<i>Notes à taux variable</i>	354,6	391,6	93,8	95,9	60,4	74,5	30,9	2 097,4
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	713,9	996,4	170,5	237,5	253,5	247,8	144,7	5 942,0
<i>Titres liés aux actions</i>	16,7	39,7	6,2	15,3	3,3	13,8	-3,3	304,9
Économies avancées	1 156,7	1 260,7	210,3	324,2	285,3	326,5	166,5	7 712,2
<i>États-Unis</i>	464,5	597,6	114,3	137,3	138,1	116,7	36,9	2 670,2
<i>Zone euro</i>	558,0	551,2	87,4	149,0	128,4	152,7	91,4	3 326,7
<i>Japon</i>	-25,8	-10,1	-6,5	-1,8	-10,1	3,2	-6,5	261,6
Places franches	15,7	26,4	5,4	5,8	4,4	-0,2	1,6	104,3
Économies émergentes	42,1	45,4	-2,0	8,2	11,7	11,4	5,1	532,2
Organisations internationales	22,9	16,3	11,1	1,3	8,0	6,8	9,6	428,7
Secteur privé	968,9	1 009,0	156,0	256,2	192,6	286,9	121,4	6 564,2
<i>Établissements financiers<sup>2</sup></i>	796,4	799,5	133,2	196,4	178,2	243,8	120,5	5 338,3
<i>Entreprises</i>	172,5	209,5	22,8	59,8	14,3	43,0	0,9	1 225,8
Secteur public <sup>3</sup>	245,5	323,5	57,7	82,0	108,9	50,9	51,7	1 784,5
<i>Administrations centrales</i>	52,6	60,5	-2,3	11,6	45,1	7,6	7,5	632,4
<i>Agences et organismes</i>	192,9	263,0	60,0	70,4	63,8	43,3	44,2	1 152,1
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique<sup>4</sup></i>	256,8	-140,0	-49,8	30,5	-71,1	-65,1	-10,4	1 803,0
<i>dont : aux États-Unis</i>	208,3	-161,2	-58,5	28,3	-63,3	-57,0	0,2	1 320,8

<sup>1</sup> Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. <sup>2</sup> Banques commerciales et autres établissements financiers. <sup>3</sup> Hors organisations internationales. <sup>4</sup> Chiffres pour le troisième 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	T3	T4	T1	T2	T3
Total des annonces	1 703,4	2 306,5	465,8	554,1	606,4	571,2	453,1
Notes à taux variable	518,2	643,6	157,1	168,7	141,9	159,7	151,9
Obligations classiques à taux fixe	1 128,7	1 590,7	297,6	359,1	454,8	390,3	296,4
Titres liés aux actions <sup>1</sup>	56,5	72,2	11,1	26,3	9,6	21,2	4,8
Dollar EU	791,8	1 131,9	247,0	243,6	310,8	258,4	207,5
Euro	581,7	841,9	145,7	221,3	228,4	229,5	169,1
Yen	128,7	125,3	32,5	26,2	16,4	25,7	23,5
Autres monnaies	201,2	207,5	40,6	62,9	50,9	57,6	53,0
Secteur privé	1 319,4	1 683,1	327,0	425,2	416,8	428,6	324,3
<i>Établissements financiers</i> <sup>2</sup>	1 087,2	1 335,4	276,0	325,8	353,3	353,9	289,7
<i>Entreprises</i>	232,2	347,7	51,0	99,4	63,6	74,7	34,6
Secteur public	314,8	548,6	118,7	114,1	163,6	122,2	107,6
<i>Administrations centrales</i>	92,9	130,8	13,4	17,9	59,3	29,8	13,0
<i>Agences et organismes</i>	221,9	417,9	105,3	96,3	104,3	92,4	94,7
Organisations internationales	69,2	74,8	20,1	14,8	26,0	20,5	21,2
Émissions effectives	1 705,1	2 306,3	478,1	568,4	587,9	579,2	441,6
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	620,0	878,7	207,7	219,6	270,6	243,0	269,2

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

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

en retrait de 47 % par rapport aux trois mois précédents et constitue le plus bas niveau depuis le quatrième trimestre 1998, immédiatement après la crise financière russe et le quasi-effondrement de LTCM. Le repli a concerné les pays avancés comme les économies émergentes et a été particulièrement sensible aux États-Unis. La diminution des émissions brutes et l'augmentation des remboursements (tableau 3.2) ont contribué au tassement des emprunts en termes nets.

Le recul des émissions nettes ayant coïncidé avec un élargissement des primes de risque, il peut s'expliquer par une moindre propension des investisseurs à s'engager, comme cela semblait déjà être le cas à la fin du deuxième trimestre. Il apparaît que les établissements financiers, en particulier, ont eu du mal à mobiliser des fonds et qu'ils ont réduit partout leur présence sur le marché le trimestre suivant. Il convient donc de se demander si ces problèmes d'accès ont empêché les emprunteurs d'obtenir des financements adéquats, surtout après les difficultés des marchés du papier commercial et des prêts bancaires.

## Repli marqué des émissions du secteur privé

Les émissions nettes des emprunteurs des économies avancées ont considérablement baissé d'un trimestre sur l'autre. En termes absolus, ce segment a enregistré la plus forte chute jamais observée, à \$167 milliards contre \$327 milliards. Les opérations des résidents américains sont ressorties à \$37 milliards, en retrait respectivement de 32 % et 27 % par rapport aux deux trimestres précédents, et celles de la zone euro ont aussi accusé une sérieuse contraction (-40 %), à \$91 milliards. Les remboursements de la clientèle japonaise ont dépassé, en fait, les montages nets, qui se sont inscrits à -\$6,5 milliards contre \$3,2 milliards.

Ce tassement des émissions nettes dans les économies avancées s'explique, pour 95 %, par un recul des emprunts du secteur privé sur les marchés internationaux, avec \$121 milliards au troisième trimestre, soit \$165 milliards de moins qu'au précédent (tableau 3.3). En termes absolus, il dépasse de beaucoup les contractions antérieures du secteur privé et offre un contraste saisissant avec l'expansion observée entre les deux premiers trimestres. Les opérations nettes des sociétés non financières se sont quasiment interrompues, revenant de \$43 milliards à \$1 milliard. Les secteurs de l'automobile et des télécoms n'y sont pas étrangers : leurs émissions brutes annoncées sont globalement tombées à leur plus bas niveau depuis le quatrième trimestre 1998 (graphique 3.1).

C'est la forte régression des lancements nets des établissements financiers qui a le plus contribué à ce phénomène, avec une diminution de moitié (de \$244 milliards à \$121 milliards) d'un trimestre à l'autre ; la chute a été particulièrement brutale aux États-Unis (de \$60 milliards à \$9 milliards), après la contraction du trimestre précédent. Il en a été de même en France et en Espagne, de respectivement \$19 milliards et \$12 milliards à \$2 milliards dans chaque cas.

Il n'est pas étonnant, étant donné le repli marqué des émissions nettes des emprunteurs américains, que les montages en dollars EU aient baissé de manière spectaculaire, soit de 68 %, à \$48 milliards (tableau 3.4), de même que ceux des emprunteurs européens (de \$44 milliards à \$6 milliards). Néanmoins, plusieurs grosses opérations dans cette monnaie ont été

Recul marqué  
des émissions  
du secteur privé ...

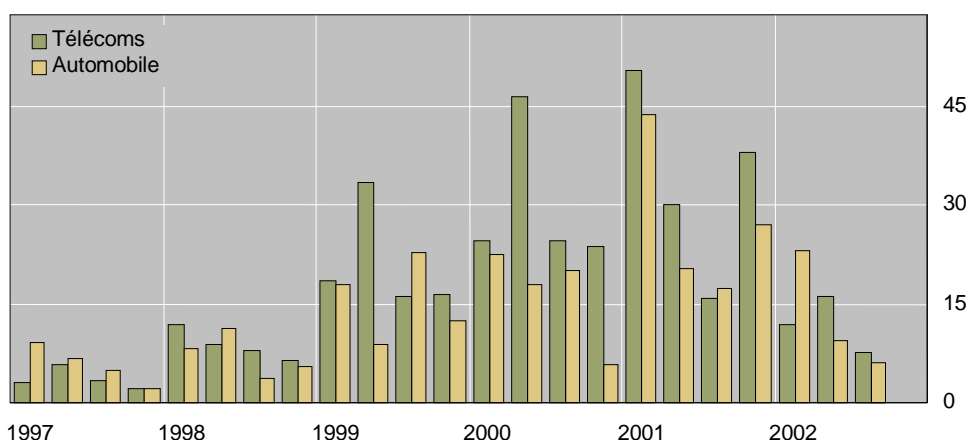
... dû  
principalement  
à l'absence des  
établissements  
financiers

Émissions nettes du secteur privé : replis trimestriels les plus marqués			
Depuis 1994, en milliards de dollars EU et en %			
Date	En valeur	Période	En %
1998 T3	-63,6	1994 T2	-49,57
1999 T4	-109,0	1997 T4	-39,06
2001 T3	-113,3	1998 T4	-49,76
2002 T1	-63,6	2001 T3	-42,06
2002 T3	-165,4	2002 T3	-57,67

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

## Obligations internationales : émissions annoncées<sup>1</sup>, pour deux secteurs d'activité

En milliards de dollars EU



<sup>1</sup> Y compris obligations émises dans le cadre de programmes EBMTN.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.1

effectuées sur la période par des agences de crédit immobilier américaines ainsi qu'une par la République italienne (\$3 milliards) et une autre par GE Capital (\$2,75 milliards).

## Titres de dette internationaux : émissions nettes, par région et monnaie<sup>1</sup>

En milliards de dollars EU

		2000	2001	2001		2002		
		Année	Année	T3	T4	T1	T2	T3
Amérique du Nord	Dollar EU	377,5	526,4	105,9	121,0	126,3	93,3	37,7
	Euro	44,4	64,7	7,1	21,3	17,7	15,1	7,2
	Yen	17,2	17,5	6,7	1,8	-3,5	1,7	-1,8
	Autres monnaies	17,3	8,3	-1,0	0,7	3,5	6,2	-1,1
Europe	Dollar EU	169,8	56,1	-0,5	15,4	6,6	43,7	5,6
	Euro	411,0	520,0	79,2	142,1	138,0	133,9	101,7
	Yen	40,4	-1,4	3,9	-2,6	-13,3	-4,7	-6,9
	Autres monnaies	88,1	71,2	11,9	28,3	17,0	31,2	23,5
Autres régions	Dollar EU	62,0	70,3	10,9	7,8	23,0	13,4	4,2
	Euro	15,2	12,7	0,3	2,6	2,9	7,2	5,4
	Yen	-20,3	0,6	-1,9	0,9	-12,1	5,9	1,8
	Autres monnaies	14,9	2,2	2,4	0,1	3,2	-2,3	5,4
Total	Dollar EU	609,2	652,8	116,2	144,2	155,9	150,4	47,5
	Euro	470,6	597,5	86,5	166,0	158,7	156,2	114,3
	Yen	37,2	16,7	8,7	0,1	-28,9	2,8	-6,8
	Autres monnaies	120,2	81,8	13,3	29,1	23,7	35,1	27,8

<sup>1</sup> Selon le pays d'origine de l'émetteur.

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

Tableau 3.4

## Des conditions de crédit toujours strictes au troisième trimestre

La poursuite de la contraction des opérations et de la détérioration des conditions de crédit ...

La contraction des émissions nettes s'est accompagnée d'un accroissement des primes de risque, ce qui porte à croire que la détérioration des conditions de crédit amorcée en juin s'est poursuivie. D'ailleurs, les montages bruts des emprunteurs de notation inférieure, qui avaient commencé à diminuer en mai, ont été aussi très faibles (graphique 3.2) et l'auraient été encore plus en l'absence de deux opérations relativement importantes (61 % du total des annonces du trimestre) : \$750 millions par la République du Liban et \$300 millions par la République du Salvador. Ceux des bonnes signatures sont tombés à \$156 milliards, contre \$242 milliards au trimestre précédent. Le montant total en dollars EU des émissions d'obligations notées (\$157 milliards) a été le plus bas depuis le quatrième trimestre 1998.

... entraîne un repli marqué des émissions classiques à taux fixe ...

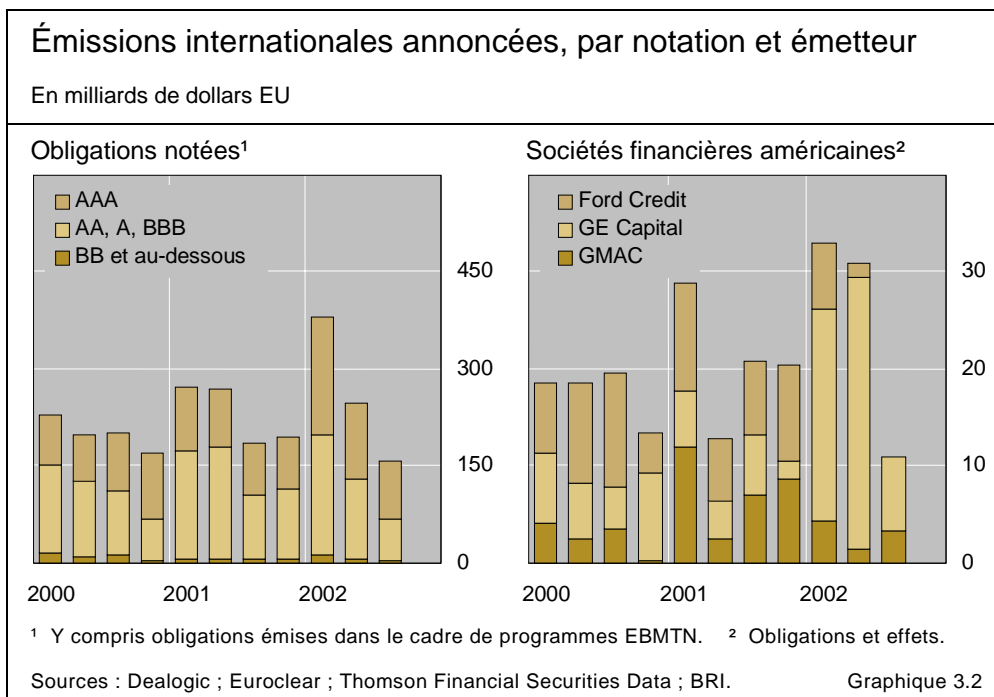
Le repli des emprunts du secteur privé a correspondu à un fléchissement marqué des émissions classiques à taux fixe ; celles-ci sont revenues, en effet, à \$145 milliards en termes nets, recul de 42 % attribuable pour 78 % aux établissements financiers, et à \$296 milliards en termes d'annonces brutes, après \$390 milliards. Néanmoins, plusieurs opérations importantes ont été effectuées, notamment par la Banque européenne d'investissement (€5 milliards) et la République italienne (\$3 milliards).

... et un ralentissement de l'activité des sociétés financières américaines

Le précédent *Rapport trimestriel BRI* voyait déjà un autre signe potentiel d'une détérioration des conditions de crédit dans la réduction de l'activité obligataire des grandes sociétés financières américaines à partir de juillet 2002, tendance confirmée par les données globales du troisième trimestre. Les émissions brutes d'obligations et d'effets des trois principales d'entre elles sont tombées à \$10,8 milliards (graphique 3.2), soit deux tiers de moins que pour les trois mois précédents. Si l'on peut penser qu'elles ont été moins disposées à solliciter le marché des titres, cela a aussi résulté des difficultés accrues rencontrées pour mobiliser des fonds. Dans certains cas, le constat de plus en plus répandu d'une sous-capitalisation des fonds de pension n'y est sans doute pas étranger. Les lourdes pertes subies dans le cadre des plans de retraites d'entreprises faisant la part belle aux placements en actions ont fini par entraîner des déclassements de quelques sociétés financières (Vue d'ensemble).

Le marché intérieur du PC domestique reste étroit

Sur le marché intérieur du papier commercial (PC), les conditions de crédit semblent être restées strictes, avec un encours en repli de \$10 milliards. Cette contraction, bien inférieure à celles des trimestres antérieurs, contraste toutefois fortement avec la tendance généralement très positive des émissions nettes dans les années qui ont précédé les récentes turbulences. Ainsi, entre 1995 et le quatrième trimestre 2000 (juste avant le début du tassement du marché intérieur du PC), les lancements trimestriels nets étaient en moyenne de \$55 milliards. Les émissions négatives, en chiffres nets, des sociétés non financières nippones expliquent, pour l'essentiel, le dernier recul. À noter, cependant, que l'encours de PC international a augmenté de \$19 milliards d'un trimestre sur l'autre.



## Baisse des emprunts des économies émergentes

Les émissions nettes ont fléchi au troisième trimestre 2002. Après deux trimestres au-dessus de \$10 milliards, elles ont diminué de plus de 50 %, à \$5,1 milliards, soit environ la moitié de leur moyenne trimestrielle depuis le début de la crise financière asiatique. En termes bruts, les montages annoncés sont revenus à \$20 milliards, contre \$33 milliards les trois mois précédents. En tête des emprunteurs figurent les États-Unis du Mexique, qui ont émis \$1,75 milliard de titres.

Ce sont les économies d'Asie qui ont connu le repli net le plus marqué, de \$9,4 milliards à \$5,3 milliards pour l'Asie-Pacifique, toujours bien au-delà de la moyenne trimestrielle pratiquement nulle observée du dernier trimestre 1997 à fin 2001. Cette baisse a été due, pour plus de moitié, à la contraction de la demande des emprunteurs taiwanais, dont les émissions nettes sont passées du montant record de \$3,2 milliards au chiffre encore relativement élevé de \$0,6 milliard.

Les incertitudes politiques et économiques ont continué d'affecter divers emprunteurs (Vue d'ensemble). Ainsi, ceux de Turquie et d'Argentine se sont abstenus, malgré une certaine activité en termes bruts au trimestre précédent. Dans le premier cas, on peut y voir la volonté de différer les montages jusqu'à l'atténuation des incertitudes politiques. Après les dernières élections, la République de Turquie a procédé à deux émissions d'obligations d'une valeur totale de \$750 millions. Les emprunteurs brésiliens, cependant, ont sollicité le marché à hauteur de \$2,9 milliards de titres, même si les fonds ont surtout servi à rembourser des obligations émises antérieurement. Pratiquement toutes les opérations brutes du Brésil sont attribuables à un seul emprunteur, en l'occurrence une société financière qui a lancé sept euro-effets totalisant €2,4 milliards.

Diminution des emprunts des économies émergentes ...

... avec un désengagement des emprunteurs taiwanais

Malgré les incertitudes politiques ...

... la Turquie et le Brésil ont lancé de nouvelles émissions

Émissions en monnaie nationale au quatrième trimestre

Au quatrième trimestre 2002, des émissions internationales libellées en monnaie nationale ont été effectuées : la succursale des îles Caïmans du Banco Nacional de Comercio Exterior, banque d'État mexicaine (titres à 3 ans pour un milliard de pesos), et l'Administration ferroviaire de Thaïlande (titres à 6 ans pour un milliard de bahts, assortis d'un coupon de 4,05 %).

Répercussions du rééchelonnement de la dette argentine

La récente défaillance de l'Argentine sur sa dette publique garantie par la Banque mondiale et la non-imposition par celle-ci des sanctions attendues ont eu des répercussions sur le marché. Les rendements des autres titres garantis par la Banque mondiale, comme ceux de la Colombie, ont augmenté, et le Pérou aurait différé une nouvelle émission de ce type. En outre, en réaction aux incertitudes accrues entourant les garanties multilatérales, la Compagnie nationale d'électricité du Japon aurait restructuré son émission obligatoire partiellement garantie en renforçant la proportion en yens et en réduisant celle en dollars EU.

