

3. Marché des titres de dette

Les capitaux collectés par les établissements financiers de la zone euro sur le marché des titres ont fait un bond au premier trimestre 2003. Au total, les

Titres internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2001	2002	2002				2003	Encours à fin mars 2003
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 347,6	1 016,0	308,4	342,3	181,6	183,7	351,8	9 698,7
Instruments du marché monétaire ¹	-78,9	2,3	-7,8	8,3	11,8	-10,0	54,7	500,5
<i>Papier commercial</i>	26,9	23,7	5,5	1,8	19,3	-3,0	46,7	344,2
Obligations et effets ¹	1 426,5	1 013,7	316,2	334,0	169,8	193,7	297,1	9 198,1
<i>Taux variable</i>	391,4	201,1	59,7	74,1	27,5	39,8	-41,9	2 191,5
<i>Taux fixe</i>	996,0	801,0	253,3	246,4	145,4	155,9	338,7	6 690,2
<i>Titres liés aux actions</i>	39,1	11,6	3,2	13,5	-3,1	-2,0	0,3	316,4
Économies développées	1 260,6	950,4	284,4	325,9	166,7	173,3	327,1	8 571,7
<i>États-Unis</i>	597,0	337,2	137,3	115,7	35,7	48,5	59,7	2 813,8
<i>Zone euro</i>	551,0	473,0	128,4	153,6	91,4	99,6	212,2	3 904,4
<i>Japon</i>	-10,1	-21,4	-10,2	3,2	-4,2	-10,2	-4,0	255,8
Places franches	28,2	8,3	4,4	0,3	-1,1	4,7	2,3	113,8
Économies en développement	42,6	36,5	11,6	9,3	6,8	8,7	13,2	561,6
Établissements financiers	1 038,3	837,8	236,0	278,9	153,9	169,0	269,8	6 991,3
<i>Secteur privé</i>	956,6	717,4	215,8	242,3	118,1	141,3	199,7	5 956,6
<i>Secteur public</i>	81,7	120,5	20,2	36,6	35,8	27,8	70,1	1 034,7
Entreprises	207,6	58,1	13,0	40,9	1,0	3,2	16,3	1 301,3
<i>Secteur privé</i>	171,2	56,2	19,2	40,7	-1,5	-2,2	10,6	1 074,1
<i>Secteur public</i>	36,4	2,0	-6,2	0,3	2,5	5,4	5,7	227,2
États	85,5	99,2	51,4	15,7	17,6	14,5	56,5	954,5
Organisations internationales	16,3	20,9	8,0	6,8	9,1	-3,0	9,2	451,6
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique²</i>	-142,5	-105,6	-69,6	-69,6	6,8	26,8	-23,8	1 880,3
<i>dont : aux États-Unis</i>	-161,2	-98,0	-63,3	-57,0	0,2	22,1	-16,6	1 326,3

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Premier trimestre 2003 : chiffres en partie estimés.

Sources : Dealogic ; Euroclear ; ISMA ; Thomson Financial Securities Data ; autorités nationales ; BRI. Tableau 3.1

Obligations et effets internationaux : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2002				2003
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	2 306,1	2 104,6	606,2	570,2	437,4	490,8	774,3
Obligations	1 349,5	1 169,2	375,1	314,9	212,6	266,6	452,9
Effets	956,5	935,4	231,1	255,3	224,8	224,3	321,4
Taux variable	643,4	605,4	142,0	160,2	146,3	157,0	130,1
Taux fixe	1 590,4	1 455,4	454,8	389,0	286,1	325,6	627,2
Titres liés aux actions ¹	72,2	43,8	9,5	21,0	5,0	8,2	17,0
Dollar EU	1 131,6	987,1	310,2	257,5	200,6	218,9	335,0
Euro	841,6	807,1	228,8	229,3	164,1	185,0	342,5
Yen	125,3	90,4	16,3	25,9	23,7	24,6	23,6
Autres monnaies	207,5	219,9	50,9	57,5	49,1	62,4	73,2
Établissements financiers	1 708,9	1 635,3	447,9	430,3	355,1	401,9	592,6
<i>Secteur privé</i>	1 472,8	1 378,7	390,9	362,9	295,7	329,1	469,8
<i>Secteur public</i>	236,1	256,6	57,0	67,4	59,4	72,8	122,8
Entreprises	348,2	212,1	63,7	74,5	34,0	39,9	55,0
<i>dont télécoms</i>	135,6	45,8	12,0	16,1	7,8	10,0	23,0
<i>Secteur privé</i>	287,1	187,5	57,1	70,9	28,4	31,1	39,6
<i>Secteur public</i>	61,1	24,6	6,6	3,6	5,6	8,7	15,4
États	174,2	173,0	68,6	44,9	28,3	31,2	87,0
Organisations internationales	74,8	84,3	26,0	20,5	20,0	17,9	39,8
Émissions effectives	2 305,8	2 105,5	587,9	577,8	443,8	496,0	713,4
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	879,3	1 091,8	271,7	243,8	274,0	302,3	416,3

¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions.

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

Tableau 3.2

émissions ont presque doublé par rapport aux trois mois précédents, à \$352 milliards en termes nets (tableau 3.1). En termes bruts, elles se sont accrues de 58 %, à un maximum historique de \$774 milliards, ce qui explique le niveau élevé du volume net, malgré un montant record de remboursements (tableau 3.2). Les emprunts des entreprises hors des États-Unis se sont quelque peu redressés, à partir d'un niveau de départ très bas, il est vrai.

Le rebond des émissions nettes s'est accompagné d'un tassement des rendements sur obligations d'État à long terme en janvier et février. Comme l'indique la Vue d'ensemble, la baisse des taux d'intérêt sans risque de défaut a aiguïlé l'appétit des investisseurs mondiaux pour des actifs plus rémunérateurs, de sorte que les primes de risque se sont resserrées. L'accroissement de la demande a stimulé l'offre. Le volume net d'obligations et effets classiques à taux fixe a fortement augmenté, les établissements financiers et les entreprises cherchant à s'assurer de faibles coûts d'emprunt, d'autant plus qu'un renchérissement était à craindre après le déclenchement de la guerre en Irak. Les signatures des économies émergentes ont également

La demande stimule l'offre

profité de l'amélioration des conditions de financement résultant en partie d'une demande accrue des investisseurs pour des actifs à haut rendement : elles ont intensifié leurs émissions nettes pour le deuxième trimestre consécutif.

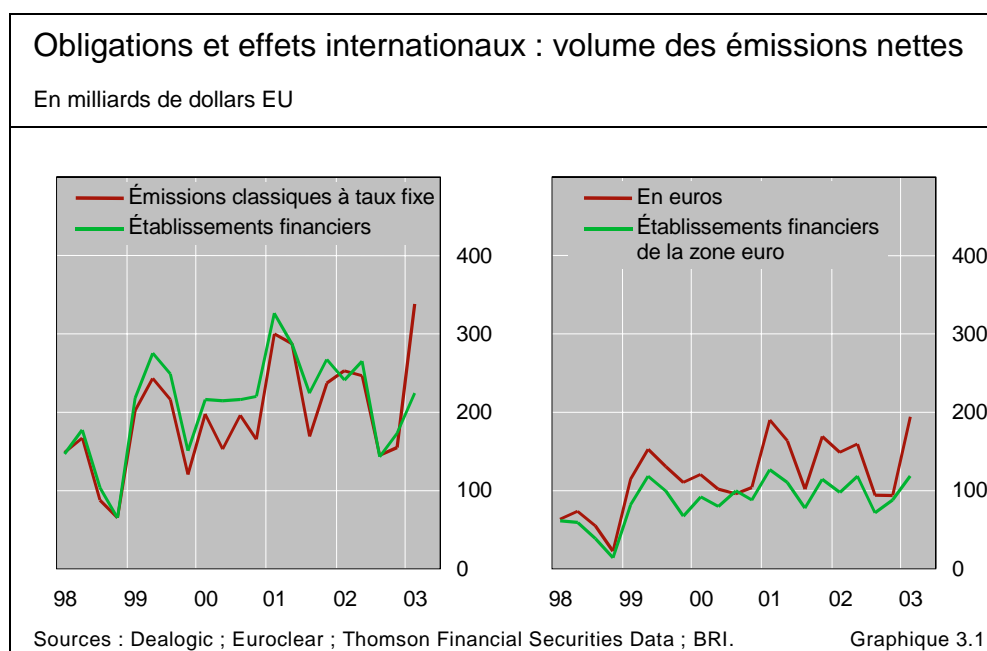
Expansion des émissions classiques à taux fixe surtout due aux établissements financiers

La forte progression des emprunts nets sur le marché des titres entre le quatrième trimestre 2002 et le premier trimestre 2003 est essentiellement attribuable aux établissements financiers, dont la collecte a progressé de 60 %, à \$270 milliards, et surtout à ceux de la zone euro : les émissions en euros ont atteint un sommet historique.

Cet essor a également été dû à une forte augmentation du volume net des obligations et effets classiques à taux fixe, instruments traditionnels des établissements financiers. L'ampleur de cette augmentation est cependant supérieure à toute attente (graphique 3.1) : les émissions ont plus que doublé, à \$339 milliards, un record, alors que l'élasticité estimée (0,88) aurait laissé prévoir une progression de seulement 25 %. Il apparaît que les établissements financiers ont cherché à s'assurer des conditions d'emprunt favorables en intensifiant leur activité dans ce compartiment. En outre, les sociétés non financières ont également fait appel aux titres classiques à taux fixe (voir ci-après). Les établissements financiers ont accru de \$7 milliards à \$17 milliards leurs remboursements anticipés, signe qu'ils ont consacré au moins une partie des capitaux collectés à l'amortissement d'une dette sans doute plus coûteuse. Dans l'ensemble, les remboursements des établissements financiers sont passés de \$232 milliards à \$323 milliards, portant le total agrégé au chiffre sans précédent de \$416 milliards.

Les emprunts nets des établissements financiers ont été particulièrement soutenus dans la zone euro (+66 %, à \$145 milliards, contre +27 %, à

Expansion des émissions classiques à taux fixe ...



Titres internationaux : émissions nettes, par région et monnaie ¹								
En milliards de dollars EU								
		2001	2002	2002				2003
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	524,9	304,0	125,6	93,5	35,7	49,3	39,7
	Euro	65,1	40,0	18,3	14,7	7,3	-0,4	15,9
	Yen	19,1	-7,2	-4,1	1,0	-1,5	-2,5	0,0
	Autres monnaies	7,2	12,5	3,5	6,0	-0,8	3,8	2,5
Europe	Dollar EU	56,3	73,7	6,6	43,6	4,8	18,8	39,1
	Euro	520,1	468,9	137,4	134,1	101,5	96,0	206,2
	Yen	-2,9	-26,1	-12,6	-4,0	-7,0	-2,5	-3,9
	Autres monnaies	72,4	89,0	17,0	31,3	23,9	16,8	26,5
Autres régions	Dollar EU	70,6	44,0	23,0	11,5	4,6	5,0	16,8
	Euro	12,0	14,4	3,1	7,1	5,5	-1,2	4,3
	Yen	0,5	-8,3	-12,5	6,0	2,1	-3,9	-2,2
	Autres monnaies	2,2	11,0	3,2	-2,3	5,5	4,6	6,9
Total	Dollar EU	651,9	421,8	155,1	148,5	45,1	73,0	95,6
	Euro	597,3	523,4	158,8	155,9	114,3	94,4	226,3
	Yen	16,7	-41,6	-29,3	3,0	-6,4	-8,9	-6,0
	Autres monnaies	81,8	112,5	23,7	35,0	28,6	25,2	35,9

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

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

Tableau 3.3

\$60 milliards, en Amérique du Nord). Cette expansion a été attribuable aux secteurs public et privé. Pour ce dernier, la hausse est de 63 % (à \$109 milliards) ; ce sont les établissements financiers d'Allemagne qui ont été les plus présents (quelque \$20 milliards) ; DEPFA ACS Bank a lancé une des plus importantes opérations de la zone euro au premier trimestre (€4 milliards). Pour le secteur public aussi, c'est l'Allemagne qui s'est distinguée. Tant les Landesbanken que la Kreditanstalt für Wiederaufbau ont collecté des montants records. Cet essor a résulté en partie d'une envolée des émissions de Pfandbriefe qui, favorisées par une baisse des primes au premier trimestre 2003, se sont chiffrées à €27 milliards, contre €10 milliards sur les trois derniers mois de 2002. Eurohypo AG et Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA ont compté parmi les plus gros émetteurs (€3 milliards chacun).

Grâce au dynamisme des établissements financiers de la zone euro, les émissions nettes en euros ont plus que doublé et ont atteint un record de \$226 milliards (tableau 3.3). Cette forte progression ne reflète pas uniquement la tendance de ces signatures à collecter des fonds dans leur propre monnaie (graphique 3.1) : le segment a plus que doublé, lui aussi, à \$194 milliards, alors que l'élasticité estimée entre les émissions nettes en euros et celles des établissements financiers de la zone (1,18) aurait laissé prévoir une progression de 43 % seulement. Les résidents nord-américains ont également accru leurs emprunts en euros (de -\$0,4 milliard à +\$15,9 milliards). Les deux

... et des emprunts nets des établissements de la zone euro

Les émissions nettes en euros font plus que doubler

plus grosses opérations ont été lancées par Freddie Mac et General Electric Capital Corporation (respectivement €4 milliards et €1,75 milliard).

Le dynamisme des établissements financiers de la zone euro a également bénéficié aux émissions nettes de papier commercial (PC), qui atteignent aussi un record sur le marché international, avec \$47 milliards. Cette progression n'a cependant pas touché le segment du PC domestique, beaucoup plus vaste, dont l'encours s'est contracté de \$24 milliards, nettement moins toutefois qu'aux deux premiers trimestres 2002.

Hausse des emprunts des entreprises et intensification des émissions liées aux actions

Après six mois de quasi-stagnation, les émissions des sociétés non financières ont quelque peu progressé au premier trimestre 2003, à \$16 milliards en termes nets, presque exclusivement grâce au secteur privé, dont les emprunts nets, à \$11 milliards, ont été positifs après deux trimestres consécutifs de contraction. Leurs émissions ont également augmenté en termes bruts, à \$55 milliards, après \$40 milliards les trois mois précédents, pour le compte des entreprises européennes essentiellement, les américaines n'ayant quasiment pas collecté de fonds. Certains signes montrent que l'amélioration des conditions de financement a joué un rôle important. Une partie des nouveaux emprunts a servi à rembourser des titres à taux variable, dont les émissions ont été négatives pour le sixième trimestre d'affilée. En revanche, les émissions nettes à taux fixe ont doublé, passant de \$10 milliards à \$20 milliards.

Ce sont aussi les conditions d'emprunt favorables qui ont apparemment conduit les sociétés non financières à allonger l'échéance de leur dette, passée de 9,9 à 11,3 ans en moyenne, un maximum depuis le premier trimestre 1999. De fait, certaines des plus grosses opérations ont été assorties d'échéances très longues. France Télécom a, par exemple, obtenu un total de €1,5 milliard en deux tranches à 30 ans, et Électricité de France €850 millions pour la même durée.

Après des niveaux relativement faibles dans la seconde moitié de 2002, les annonces brutes d'instruments liés aux actions ont progressé, à \$17 milliards. Il s'agit en majorité d'obligations convertibles, dont, pour la première fois depuis le troisième trimestre 1999, les émissions brutes ont dépassé celles d'actions internationales (à un niveau certes très faible). La hausse n'a toutefois pas été suffisante pour ramener le volume global des émissions dans le compartiment des actions aux niveaux observés en 2000 et 2001.

Les risques de crédit, de taux et sur actions influencent conjointement la valeur intrinsèque des obligations convertibles en actions, en raison de l'option donnée aux investisseurs de les échanger contre un nombre spécifique d'actions. Dans les conditions de marché actuelles, cette caractéristique peut s'avérer attrayante. De fait, la volatilité croissante des marchés des actions au premier trimestre a accru la valeur de cette option. En outre, les investisseurs peuvent acheter un actif doté du risque de crédit d'un instrument à revenu fixe

Les entreprises européennes s'assurent des rendements faibles ...

... avec des échéances plus longues

Les émissions d'obligations convertibles en actions progressent fortement ...

et du potentiel de gain d'une action. Les émetteurs, pour leur part, sont attirés par un rendement plus faible que celui des instruments à revenu fixe ordinaires ; la forte demande de ces titres, par les fonds spéculatifs surtout, a tiré les primes à la baisse et les émissions à la hausse. Ce trimestre, le total des actifs détenus par les fonds recourant à des stratégies d'arbitrage sur ces supports a été plus élevé que jamais.

Une part relativement importante des obligations convertibles émises actuellement sont uniquement remboursables en actions à une date d'échéance déterminée, sans option pour l'acquéreur. Le transfert du risque à l'acheteur est habituellement rémunéré par un rendement plus élevé. En émettant des obligations remboursables en actions, les entreprises cherchent à éviter les difficultés rencontrées dans le secteur des télécommunications avec les obligations convertibles, en 1999 et 2000, quand, dans la majorité des cas, les porteurs n'ont pas exercé leur option en raison de la chute des cours, laissant les sociétés avec un ratio d'endettement beaucoup plus élevé que prévu. Une autre caractéristique attrayante pour l'émetteur est que, en général, les agences de notation ne considèrent pas ces instruments comme une dette pure. Parmi les plus grosses opérations du premier trimestre 2003 ont figuré celles de Deutsche Telekom (€2,3 milliards) et Sumitomo Mitsui Financial Group (¥345 milliards, soit \$2,9 milliards).

... avec une hausse remarquable des obligations remboursables en actions

Économies en développement : poursuite du redressement des émissions

Les économies en développement ont fait davantage appel au marché des titres grâce au nouveau rétrécissement de la prime sur la dette souveraine (« Vue d'ensemble »). Après s'être accrues de 28 % au quatrième trimestre 2002, leurs émissions nettes ont augmenté de 52 %, à \$13,2 milliards (tableau 3.1). Elles restent toutefois en deçà de la moyenne trimestrielle (\$17 milliards) sur les trois ans qui ont précédé la crise financière asiatique de 1997. La plus grosse opération du premier trimestre 2003 a été l'émission à taux fixe de \$2 milliards des États-Unis du Mexique, assortie d'une échéance de 10 ans et d'une prime de 246 points de base par rapport au Trésor EU.

La hausse des nouveaux financements nets des économies en développement a été très localisée, puisqu'elle est allée pour près des deux tiers aux signatures du Brésil, qui ont bénéficié d'une moindre aversion des investisseurs mondiaux à l'égard du risque et de l'atténuation de l'incertitude politique dans le pays. Toujours en termes nets, leurs émissions se sont chiffrées à \$1,5 milliard (après -\$1,3 milliard) et ont surtout été effectuées dans le compartiment court. Les instruments du marché monétaire se sont accrus, pour s'établir à \$2,3 milliards (après \$0,6 milliard). Les obligations et les effets sont restés négatifs, à -\$0,9 milliard.

Meilleur accès des économies en développement aux marchés des capitaux

En Turquie, même si les primes se sont envolées à la mi-mars à l'annonce que le programme américain de plusieurs milliards de dollars serait nettement réduit, les résidents ont pu à nouveau solliciter le marché, grâce à une atténuation généralisée de l'incertitude politique. Après trois trimestres d'émissions nettes négatives, ils ont ainsi collecté \$0,2 milliard.

Les clauses d'action collective constituent un développement important

Une nouveauté à signaler a été l'incorporation, dans quatre émissions souveraines, de clauses d'action collective (CAC), dispositions permettant à une majorité qualifiée (et non à la totalité) des détenteurs de décider une restructuration de la dette. Les CAC sont censées se substituer aux procédures internationales de faillite en cas de défaut d'un État. Leur inclusion fait suite à un long débat sur la façon d'améliorer les procédures de restructuration de la dette souveraine. Les émetteurs avaient craint, un temps, qu'elles n'alourdissent leurs marges¹ et des investisseurs qu'elles témoignent de la probabilité de défaut estimée par le débiteur lui-même. Un tel dispositif fait partie intégrante de certains cadres juridiques (droit anglais, par exemple).

Le Mexique et le Brésil s'imposent

Les obligations souveraines assorties de CAC ont été émises par le Mexique (une au premier trimestre 2003, deux au début du suivant) - qui est la première signature majeure à y recourir par référence au droit de l'État de New York et le Brésil (au début du deuxième trimestre) - première émission de qualité inférieure d'un grand emprunteur à en bénéficier. Dans aucun de ces quatre cas, l'introduction des CAC n'a semblé donner lieu à une surprime.

Pas encore d'harmonisation des CAC

En émettant des obligations assorties de ces clauses, le Mexique a voulu établir une référence, mais les émissions ultérieures se distinguent de ce modèle, pour la majorité qualifiée notamment ; le Mexique l'a fixée à 75 %, quand des investisseurs proposaient un pourcentage plus élevé ; si l'Uruguay a annoncé qu'il suivrait l'exemple mexicain pour ses titres émis dans le cadre de la restructuration de sa dette, le Brésil a opté pour 85 %.

¹ Tsatsaronis (1999) constate une influence de cette nature, mais pas systématique (K. Tsatsaronis « Clauses d'action collective : effets sur les marges des obligations souveraines », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 1999, pp. 23-24).