

Gregory D. Sutton

+41 61 280 8421
greg.sutton@bis.org

3. Marché des titres de dette

Les capitaux collectés sur le marché des titres ont continué à un haut niveau au deuxième trimestre 2003. En termes nets, les émissions se sont chiffrées à

Titres internationaux : émissions nettes								
	En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2002			2003		Encours à fin juin 2003
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 346,9	1 010,5	340,5	179,3	182,2	355,1	345,6	10 266,2
Instruments du marché monétaire ¹	-78,9	2,3	8,3	11,8	-10,0	55,4	3,4	518,7
<i>Papier commercial</i>	26,9	23,7	1,8	19,3	-3,0	46,8	13,1	367,9
Obligations et effets ¹	1 425,8	1 008,2	332,2	167,5	192,2	299,8	342,2	9 747,5
<i>Taux variable</i>	390,8	198,9	74,1	25,3	39,6	-41,7	-27,6	2 215,3
<i>Taux fixe</i>	995,8	799,2	245,6	145,2	155,2	341,1	369,3	7 210,6
<i>Titres liés aux actions</i>	39,1	10,1	12,5	-3,0	-2,6	0,3	0,5	321,6
Économies développées	1 259,9	946,3	325,6	164,4	171,8	330,4	314,4	9 091,0
<i>États-Unis</i>	596,7	337,2	115,7	35,6	48,5	61,3	30,6	2 865,1
<i>Zone euro</i>	550,9	471,1	153,5	91,0	98,1	212,8	206,5	4 256,7
<i>Japon</i>	-10,1	-23,5	3,2	-6,2	-10,2	-4,0	-2,7	249,1
Places franches	28,2	8,3	0,3	-1,1	4,7	2,3	4,3	119,1
Économies en développement	42,6	35,0	7,8	6,9	8,7	13,2	11,7	577,4
Établissements financiers	1 037,5	834,6	277,3	151,6	168,7	273,1	246,2	7 396,9
<i>Secteur privé</i>	955,1	714,2	240,7	115,8	141,0	203,2	176,7	6 262,5
<i>Secteur public</i>	82,4	120,4	36,6	35,8	27,7	69,9	69,5	1 134,3
Entreprises	207,6	55,8	40,7	0,9	2,1	16,4	31,2	1 358,1
<i>Secteur privé</i>	171,3	53,8	40,5	-1,6	-3,4	10,6	30,3	1 123,5
<i>Secteur public</i>	36,3	2,0	0,3	2,5	5,5	5,8	0,9	234,6
États	85,5	99,2	15,7	17,6	14,5	56,5	52,9	1 032,5
Organisations internationales	16,3	20,9	6,8	9,1	-3,0	9,1	15,3	478,7
<i>Pour mémoire : papier commercial domestique²</i>	-125,8	-104,8	-70,6	5,1	27,2	-0,6	-18,0	1 923,5
<i>dont aux États-Unis</i>	-144,6	-91,4	-56,5	0,2	23,8	-15,7	-41,9	1 312,5

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² 2003 T2 : chiffres en partie estimés.

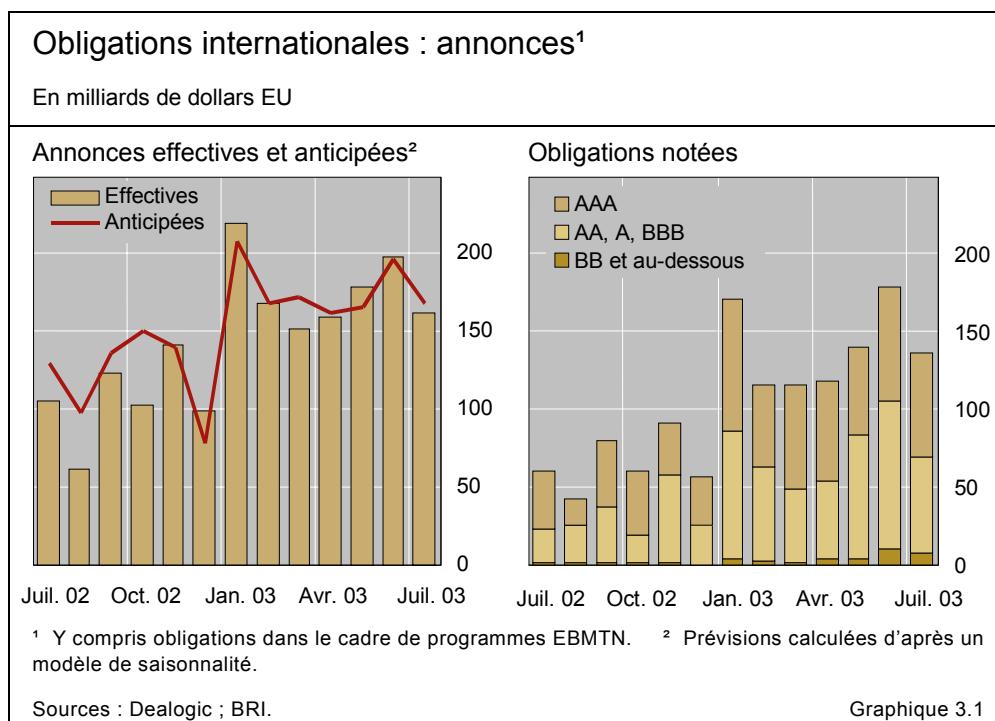
\$346 milliards (tableau 3.1), pratiquement comme lors des trois mois précédents. Sur le premier semestre, elles ont atteint \$701 milliards, soit une progression de 8 % vis-à-vis de la même période de 2002 et un accroissement substantiel par rapport à la faible activité du semestre intermédiaire. La recherche de meilleurs rendements pendant l'essentiel du deuxième trimestre a entraîné une hausse de la demande, satisfaite par une offre massive des emprunteurs de la zone euro, qui a compensé la chute des émissions nettes des signatures américaines. En outre, profitant du niveau historiquement bas des taux, les débiteurs ont continué d'allonger leurs échéances. Les émissions nettes auraient été encore plus élevées s'il n'y avait pas eu des remboursements records : défauts, remboursements anticipés et conversions en actions ont totalisé \$19 milliards.

Le surcroît de demande a créé un environnement propice aux émissions moins bien notées. Les investisseurs internationaux ont le plus souvent continué de leur faire bon accueil, et en particulier aux débiteurs des économies émergentes. Ceux-ci ont encore emprunté à un rythme soutenu, les marges sur les obligations souveraines à haut rendement étant revenues à leurs niveaux de la fin des années 90. Le trimestre a été marqué, en outre, par un vif redressement des émissions de qualité inférieure des pays développés.

Report sur le long terme dû à l'atténuation des risques géopolitiques et à la quête de meilleurs rendements

Malgré l'incidence manifeste des récents risques géopolitiques, les émissions brutes ont atteint un record, après avoir été inférieures aux anticipations à l'approche de la guerre en Irak (graphique 3.1). Habituellement, les émissions brutes augmentent légèrement entre février et mars mais, en 2003, elles se

Émissions brutes
à un sommet
historique



Obligations et effets internationaux : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2001	2002	2002			2003	
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	2 305,3	2 100,6	569,1	434,9	490,4	757,6	784,2
Obligations	1 348,8	1 165,2	313,9	210,2	266,2	435,0	454,5
Effets	956,5	935,5	255,3	224,8	224,3	322,6	329,7
Taux variable	642,9	603,2	160,2	144,1	157,0	123,1	140,4
Taux fixe	1 590,2	1 454,7	388,9	285,9	325,2	616,5	627,4
Titres liés aux actions ¹	72,2	42,8	20,0	5,0	8,2	18,0	16,4
Dollar EU	1 131,3	985,9	256,5	200,4	218,9	332,1	286,5
Euro	841,4	806,7	229,3	163,9	184,9	330,4	388,6
Yen	125,2	88,3	25,9	21,6	24,5	23,3	26,1
Autres monnaies	207,4	219,7	57,5	49,0	62,2	71,8	83,0
Établissements financiers	1 708,2	1 632,0	429,3	352,7	401,3	582,3	594,9
<i>Secteur privé</i>	1 471,3	1 375,9	361,9	293,4	329,0	464,7	464,2
<i>Secteur public</i>	236,8	256,0	67,4	59,3	72,3	117,6	130,7
Entreprises	348,2	211,5	74,5	34,0	40,2	55,0	78,6
<i>dont télécoms</i>	135,6	45,9	16,1	7,8	10,1	23,0	6,6
<i>Secteur privé</i>	287,2	186,6	70,9	28,4	31,1	39,6	71,3
<i>Secteur public</i>	61,0	24,9	3,6	5,6	9,0	15,5	7,3
États	174,2	172,9	44,9	28,3	31,1	81,6	80,1
Organisations internationales	74,8	84,3	20,5	20,0	17,9	38,7	30,7
Émissions effectives	2 305,1	2 101,2	576,2	441,6	495,6	716,7	724,8
<i>Pour mémoire :</i>							
Remboursements	879,3	1 093,1	244,0	274,1	303,4	417,0	382,6

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

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

Tableau 3.2

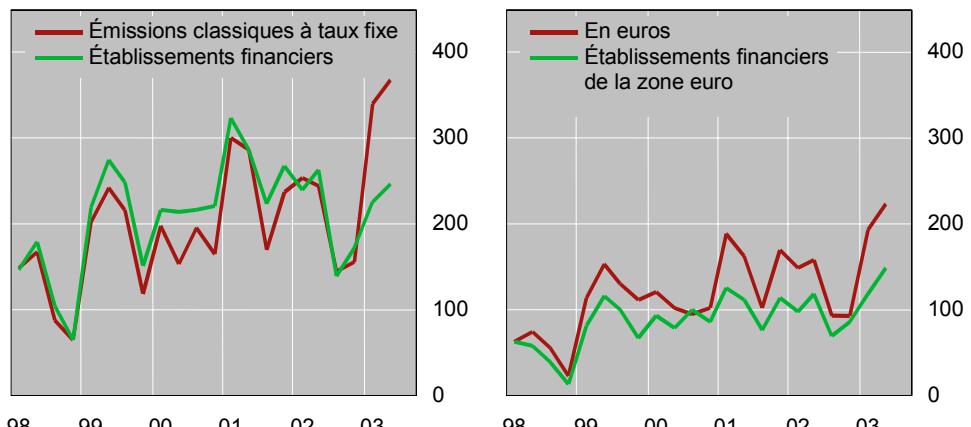
sont contractées, même si, à \$151 milliards, elles ne sont inférieures que de \$21 milliards aux projections d'un modèle de saisonnalité. La rapidité de la victoire militaire a toutefois permis un prompt retour aux chiffres anticipés, en avril, et la légère faiblesse initiale a été en partie compensée par des émissions supérieures aux attentes en mai. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, le volume brut d'obligations et d'effets a totalisé \$784 milliards (tableau 3.2), dépassant le record des trois mois précédents.

À l'origine de cet essor réside essentiellement la quête persistante de rendement par les investisseurs mondiaux. Le fléchissement marqué de la collecte nette de capitaux à court terme a confirmé que les emprunteurs ont profité de taux historiquement bas pour allonger l'échéance de leur dette. Les instruments du marché monétaire ont diminué en termes nets, pour s'établir à \$3 milliards, après \$55 milliards, en raison d'une chute du papier commercial international, qui avait atteint un niveau exceptionnel le trimestre précédent. L'émission de papier commercial domestique s'est contractée, elle aussi, de

Les emprunteurs allongent l'échéance de leur dette

Obligations et effets internationaux : volume des émissions nettes

En milliards de dollars EU



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

Graphique 3.2

-\$1 milliard à -\$18 milliards, même si un recul marqué pour les entreprises américaines a été en partie compensé par une hausse pour leurs homologues nippones.

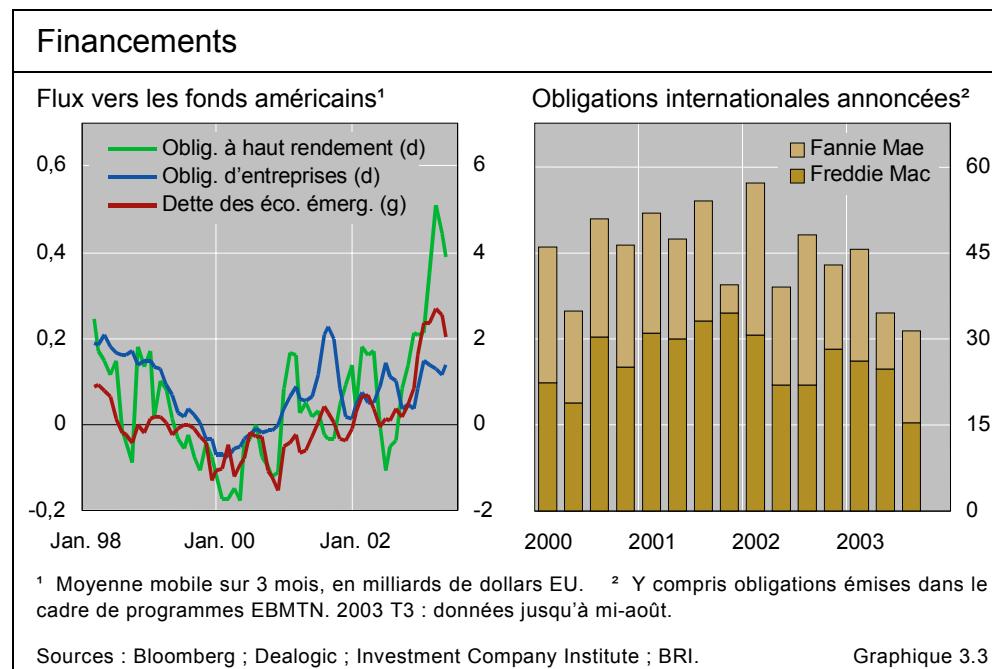
La progression de \$28 milliards des émissions nettes d'obligations à long terme a en partie compensé le repli des instruments du marché monétaire. Elles se sont établies à \$369 milliards (graphique 3.2), un record historique bien supérieur à toute attente, sachant qu'elles évoluent toujours en parallèle assez étroit avec celles des établissements financiers. En revanche, les titres à taux variable sont restés négatifs pour le deuxième trimestre consécutif, malgré la hausse de 14 % des annonces (à \$140 milliards), à cause du montant élevé des remboursements.

Record d'émissions à taux fixe

Les emprunteurs des économies en développement bénéficient de la vigueur de la demande des investisseurs

Les économies émergentes ont compté parmi les principaux bénéficiaires de la quête mondiale de rendement qui a caractérisé l'essentiel du deuxième trimestre 2003. Les flux vers les fonds de placement américains spécialistes de ce marché ont été importants (graphique 3.3), les marges sur obligations souveraines à haut rendement revenant à leurs niveaux de la fin des années 90. Les émetteurs ont continué à profiter de ces conditions favorables. En termes nets, leurs émissions ont totalisé \$12 milliards, chiffre quasiment inchangé par rapport au trimestre précédent, mais nettement supérieur aux niveaux de 2002. La progression de \$3 milliards pour l'Asie et le Pacifique a été largement contrebalancée par une baisse de \$6 milliards en Europe émergente. Le volume net émis en Amérique latine a été stable, à \$5 milliards. La République d'Afrique du Sud et le Mexique ont lancé les deux opérations les plus importantes, respectivement €1,25 milliard à 10 ans et \$1,5 milliard.

Les économies émergentes profitent de la quête de rendement ...



En Amérique latine, le recul des emprunts nets des résidents chiliens et péruviens au deuxième trimestre 2003 a été largement compensé par une hausse de \$3 milliards nets pour les signatures brésiliennes. Les emprunts nets du Mexique ont augmenté eux aussi (+30 %, à \$3 milliards), avec \$4,4 milliards d'annonces. En outre, ce pays a organisé, en mai et juillet, deux opérations de rachat d'obligations Brady (\$3,8 milliards en dollars EU et \$1,2 milliard en euros). Ces rachats ont été financés par des liquidités accumulées grâce aux opérations financières antérieures du gouvernement fédéral et par un montage de \$2 milliards (encadré « Crédits consortiaux internationaux au deuxième trimestre 2003 »). C'est ainsi que le Mexique est devenu le premier emprunteur souverain à résorber complètement son encours d'obligations Brady.

La Chine et la Corée ont contribué à l'essentiel de la hausse des emprunts nets pour la région Asie-Pacifique. Les émissions nettes de la première se sont accrues à \$0,6 milliard (après -\$1,0 milliard) et celles de la seconde à \$1,9 milliard (après \$0,8 milliard). En revanche, le volume net émis par les résidents de Thaïlande est resté quasiment nul pour le troisième trimestre consécutif ; il convient néanmoins de noter que le Royaume de Thaïlande a lancé sa première opération en dollars EU depuis avril 1997, pour un montant de \$300 millions.

Les émissions moins bien notées reçoivent un accueil favorable

Les emprunteurs moins bien notés des économies développées ont également bénéficié de la quête de rendement et du tassement des primes de risque qui en est résulté. Leurs émissions brutes ont en effet augmenté de plus de 150 %, à \$8,8 milliards. Celles des économies émergentes se chiffrent à \$9,6 milliards, le volume total collecté par les signatures de ce rang a atteint \$18,4 milliards,

... comme les autres signatures moins bien notées

après \$7,8 milliards, malgré une chute (de \$23 milliards à \$7 milliards) des émissions des opérateurs télécoms. Les émissions de qualité inférieure ont continué de croître, jusqu'à \$10,5 milliards en juin, leur plus haut niveau depuis mars 2000.

Les emprunteurs de qualité ont aussi intensifié leurs appels de fonds. Après être restées relativement stables en février, mars et avril, les annonces d'obligations notées BBB et mieux ont enregistré une hausse de \$21 milliards en mai et de \$32 milliards en juin. L'essor ne tient pas à Fannie Mae et Freddie Mac, les deux agences de crédit immobilier américaines. Selon les données de Dealogic, le total de leurs émissions brutes s'est réduit de 24 %, à \$35 milliards. Toutefois, les chiffres préliminaires donnent à penser que ce recul s'inversera au troisième trimestre, les annonces pour juillet et la première quinzaine d'août s'élevant déjà à \$31 milliards. Ainsi, le remaniement-surprise de la direction de Freddie Mac, annoncé le 9 juin, ne semble pas avoir affecté la capacité des agences à lever des capitaux sur le marché international ; leurs primes sur le marché secondaire, qui s'étaient brièvement élargies après le 9 juin, se sont resserrées dans le courant du mois. La plus grosse opération de Freddie Mac après le remaniement a été une émission de \$2,5 milliards à 10 ans, close le 12 juin, assortie d'une prime de 68 points de base par rapport au rendement du Trésor EU 10 ans.

Progression des émissions de qualité

Les économies émergentes ont vu leurs primes commencer à s'élever la seconde quinzaine de juin, signe d'un certain essoufflement de la quête de rendement (« Vue d'ensemble »). Leurs émissions de qualité inférieure se sont ensuite contractées de 65 % de juin à juillet (la plus grosse opération, de \$1,3 milliard, ayant été lancée en juillet par le Brésil), tandis qu'elles augmentaient de 14 % pour les pays développés ; le premier emprunteur de ce groupe en juillet, Vivendi Universal, a lancé une émission de \$1,5 milliard en deux tranches, la plus importante portant sur un effet à 5 ans assorti d'une prime de 380 points de base. À \$7,2 milliards, les annonces de qualité inférieure, bien qu'en retrait par rapport à juin, sont demeurées relativement dynamiques en juillet. Le total des annonces sur l'obligataire s'est replié de 18 %, à \$162 milliards, baisse légèrement supérieure à ce que l'évolution saisonnière aurait pu laisser présager.

Contraction des émissions de qualité inférieure en juillet

Émissions en euros à un sommet historique

Le volume net des obligations et effets en euros a atteint un sommet historique, à \$223 milliards. En pourcentage, cependant, la progression (15 %) a été nettement inférieure à celle du premier trimestre 2003, lorsque ces instruments ont plus que doublé. Le mouvement a résulté d'une collecte accrue des établissements financiers et agents non financiers de la zone euro. Parmi ces derniers, Volkswagen International, le plus gros emprunteur, a émis deux euro-effets totalisant €4 milliards et Siemens €2,5 milliards d'obligations

Nouvelle hausse des émissions en euros

Titres internationaux : émissions nettes, par région et monnaie ¹							
En milliards de dollars EU							
		2001	2002	2002			2003
		Année	Année	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	524,8	303,9	93,3	35,7	49,3	40,4
	Euro	65,1	40,0	14,7	7,3	-0,4	15,9
	Yen	19,0	-7,2	1,0	-1,5	-2,5	0,0
	Autres monnaies	7,2	12,5	6,0	-0,8	3,8	3,5
Europe	Dollar EU	42,7	62,6	36,8	4,2	15,4	38,2
	Euro	521,5	463,7	133,0	101,5	93,8	203,9
	Yen	-2,5	-26,2	-4,7	-6,5	-2,7	-4,4
	Autres monnaies	73,7	85,7	28,4	25,8	14,6	27,1
Autres régions	Dollar EU	83,9	53,6	16,8	5,3	8,1	18,7
	Euro	10,5	18,2	8,1	5,4	-0,3	6,6
	Yen	0,1	-10,3	6,7	-0,5	-3,7	-1,8
	Autres monnaies	0,8	14,0	0,5	3,4	6,8	7,0
Total	Dollar EU	651,5	420,1	146,8	45,3	72,8	97,3
	Euro	597,1	521,9	155,8	114,2	93,1	226,4
	Yen	16,6	-43,7	3,0	-8,4	-8,9	-6,1
	Autres monnaies	81,7	112,3	35,0	28,3	25,2	37,6

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

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

Tableau 3.3

convertibles sous condition¹. Les émissions des établissements financiers de la zone euro ont été encore plus importantes. Kreditanstalt für Wiederaufbau, par exemple, a emprunté €5 milliards de titres en une tranche unique, et la DEPFA ACS Bank a émis €3,5 milliards en une seule fois également.

Ce dynamisme a permis de porter le volume total net des effets et obligations en euros à \$231 milliards et d'inscrire ainsi un record absolu (tableau 3.3). Un ralentissement en Amérique du Nord a été en partie compensé par le doublement, à \$13,2 milliards, du volume émis par la clientèle hors États-Unis et zone euro. Dans cette catégorie, le principal emprunteur a été supranational : la Banque européenne d'investissement, avec la plus grosse opération des organisations internationales (€5 milliards à 10 ans).

Financement des fonds de pension sur le marché des titres

La recapitalisation des fonds de pension ...

General Motors a placé, le 26 juin, un montage très important. Selon des informations, le groupe destinait l'essentiel du produit à une recapitalisation massive de son régime de pensions, dont la situation était en partie à l'origine de ses récents déclassements. Le programme a porté sur \$8,2 milliards pour la maison mère et \$5,5 milliards pour ses filiales de financement, soit un volume

¹ Une obligation convertible sous condition se distingue d'une obligation convertible traditionnelle par le fait que le cours de l'action doit atteindre un niveau déterminé, plus élevé que le prix d'exercice, pour que la conversion puisse se faire.

supérieur à celui de l'émission exceptionnelle de WorldCom en mai 2001 (\$11,9 milliards d'obligations le même jour). General Motors bénéficiant d'un rendement exonéré d'impôt plus élevé que le coût après imposition du nouveau montage, l'opération lui permettra d'améliorer sa situation financière. La plus grosse tranche (\$3 milliards à 30 ans) était assortie d'une prime de 400 points au-dessus du rendement du Trésor EU.

Les \$8,2 milliards émis par la maison mère ont contribué à faire remonter les émissions nettes du secteur privé non financier américain à \$4,3 milliards (après \$0,6 milliard au trimestre précédent). Toutefois, les établissements financiers n'ont pas suivi le mouvement : leurs emprunts nets ont baissé de 58 %, à \$26 milliards, ce qui explique pourquoi le volume total obtenu par les agents américains s'est contracté sur la période. Globalement, la collecte des entreprises hors États-Unis s'est accrue bien davantage que celle des agents américains. Dans les pays de la zone euro, par exemple, elle est passée de \$6,5 milliards à \$24,3 milliards, essentiellement grâce à la hausse des emprunts nets des sociétés françaises (de -\$2,9 milliards à \$12,1 milliards).

... accroît les émissions des entreprises non financières aux États-Unis