

### 3. Marché des titres de dette

La reprise mondiale et des conditions de financement favorables ont permis au marché des titres de dette de se maintenir à des niveaux records au premier trimestre 2004. Les émissions nettes ont, pour le deuxième trimestre consécutif, atteint un sommet historique, à \$517,9 milliards (tableau 3.1). Les

Titres de dette : émissions nettes sur le marché international								
En milliards de dollars EU								
	2002	2003	2003				2004	Encours à fin mars 2004
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 011,4	1 470,4	357,7	349,6	303,4	459,8	517,9	12 051,5
Court terme <sup>1</sup>	1,7	75,4	55,4	3,7	-32,9	49,2	33,3	595,7
Papier commercial	23,7	83,3	46,8	13,3	-25,4	48,7	8,9	420,9
Moyen et long terme <sup>1</sup>	1 009,7	1 395,1	302,4	345,8	336,3	410,6	484,5	11 455,8
Taux variable	198,8	392,7	66,7	74,1	98,1	153,9	154,2	2 961,9
Taux fixe	800,8	981,2	235,4	271,1	233,9	240,8	337,3	8 143,0
Titres sur actions	10,2	21,1	0,3	0,6	4,3	15,9	-7,0	351,0
Économies développées	945,5	1 364,4	330,6	316,7	281,1	436,0	482,0	10 743,1
États-Unis	330,5	274,3	55,8	29,5	90,6	98,5	124,3	3 197,2
Zone euro	479,1	768,7	211,9	208,2	124,9	223,8	231,3	5 119,9
Japon	-22,7	-0,8	-3,5	-1,8	-3,7	8,1	6,3	280,0
Places franches	8,1	16,3	2,8	4,0	0,4	9,1	0,9	133,1
Économies émergentes	36,9	66,5	14,7	13,5	19,5	18,8	24,9	659,5
Établissements financiers	833,4	1 189,3	274,0	248,1	256,5	410,7	414,0	8 849,5
Secteur privé	698,0	991,5	225,8	199,6	213,6	352,5	341,4	7 491,1
Secteur public	135,4	197,8	48,2	48,5	42,9	58,2	72,7	1 358,4
Entreprises	55,1	110,6	16,1	32,2	21,4	40,9	7,4	1 489,7
Secteur privé	44,4	92,8	8,4	29,5	17,7	37,2	-0,2	1 244,0
Secteur public	10,7	17,8	7,7	2,7	3,7	3,7	7,6	245,7
États	102,0	147,3	58,0	54,0	23,0	12,3	86,4	1 196,6
Organisations internationales	20,9	23,2	9,6	15,3	2,4	-4,2	10,1	515,7
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Papier commercial domestique</i>	-102,9	-45,9	13,3	-27,2	-37,0	5,0	33,0 <sup>2</sup>	1 913,0
<i>dont : aux États-Unis</i>	-91,4	-81,3	-15,7	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	1 336,5

<sup>1</sup> Hors émissions des non-résidents sur les marchés domestiques. <sup>2</sup> Chiffre en partie estimé.

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

Tableau 3.1

Titres internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2002	2003	2003				2004
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	2 099,3	2 884,4	759,1	755,9	657,2	712,3	1 018,0
Obligations	1 164,9	1 610,0	436,5	424,6	343,9	405,0	606,5
Effets	934,5	1 274,4	322,6	331,3	313,3	307,3	411,5
Taux variable	602,5	963,9	231,5	233,6	241,2	257,6	355,6
Taux fixe	1 454,1	1 832,5	509,4	505,8	389,1	428,2	645,6
Titres sur actions <sup>1</sup>	42,8	88,1	18,2	16,6	26,8	26,6	16,8
Dollar EU	985,0	1 169,5	332,8	282,2	285,8	268,7	368,5
Euro	806,3	1 289,1	330,4	369,7	272,0	317,0	495,3
Yen	88,3	102,9	23,4	26,0	24,5	29,0	29,3
Autres monnaies	219,7	322,9	72,4	78,0	74,8	97,7	125,0
Établissements financiers	1 631,8	2 281,9	581,7	569,9	536,4	593,8	815,3
Secteur privé	1 361,2	1 920,0	488,6	467,7	455,3	508,5	688,3
Secteur public	270,6	361,8	93,1	102,2	81,1	85,4	127,0
Entreprises	211,4	270,7	56,7	78,1	67,0	68,8	63,1
dont : télécoms	46,0	54,8	23,3	9,5	8,0	14,1	11,6
Secteur privé	187,0	220,7	40,8	69,9	53,6	56,5	52,9
Secteur public	24,5	50,0	15,9	8,3	13,4	12,3	10,1
États	171,8	239,4	81,6	79,2	39,0	39,6	109,6
Organisations internationales	84,3	92,5	39,1	28,6	14,7	10,1	30,1
Émissions effectives	2 098,4	2 865,5	717,8	728,0	684,2	735,5	929,9
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	1 088,7	1 470,4	415,5	382,1	347,9	324,9	445,4

<sup>1</sup> Obligations convertibles ou à bon de souscription d'actions.

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

Tableau 3.2

annonces d'obligations et effets, gonflées par la nécessité de refinancer un grand volume de dette venue à échéance, ont pour la première fois franchi \$1 000 milliards (tableau 3.2). Si les emprunteurs souverains, notamment d'Europe et d'Amérique latine, ont été particulièrement dynamiques, les établissements financiers aux États-Unis et en Europe sont restés très actifs. En revanche, les émissions brutes des entreprises n'ont été que légèrement supérieures aux remboursements, avec une préférence pour les titres à taux fixe, au détriment des titres sur actions.

Ce dynamisme est dû, notamment, au niveau historiquement bas des primes pour pratiquement toutes les signatures : malgré une légère hausse, elles sont restées très étroites par rapport aux cinq dernières années (« Vue d'ensemble »). Face aux rendements nominaux exceptionnellement faibles des actifs sans risque, les investisseurs se sont, en effet, montrés disposés à prendre davantage de risque.

En avril, les émissions ont fléchi dans la plupart des secteurs ; les primes et l'incertitude sur le moment et les conséquences de l'inflexion de la politique

monétaire aux États-Unis ont augmenté. Selon des données provisoires, les annonces ont été inférieures de 38 % à la moyenne mensuelle de premier trimestre. Les émissions des entreprises moins bien notées et des économies émergentes d'Europe semblent toutefois s'être poursuivies à un rythme soutenu.

## Forte présence des établissements financiers et des émetteurs moins bien notés

Hausse des emprunts des établissements financiers

Les émissions nettes des établissements financiers sont restées à des niveaux historiquement élevés au premier trimestre 2004, à \$414 milliards, contre \$411 milliards au trimestre précédent et une moyenne trimestrielle de \$297 milliards en 2003. Une forte augmentation des remboursements prévus a accru les émissions des établissements financiers, dont les annonces sont passées de \$594 milliards à \$815 milliards sur le trimestre. Parmi les émetteurs les plus dynamiques, on compte les agences américaines de crédit hypothécaire et les banques européennes.

Les entreprises, pour leur part, ont collecté relativement peu de fonds : \$7 milliards en termes nets, contre près de \$41 milliards au trimestre précédent et une moyenne trimestrielle de \$28 milliards en 2003. Malgré une forte hausse des remboursements prévus, les annonces de nouvelles émissions à moyen et long terme ont reculé, de \$69 milliards à \$63 milliards.

Les signatures de bonne qualité se reportent vers le papier commercial domestique...

Le faible volume de fonds levés par les entreprises a été contrebalancé par une hausse des émissions nettes de papier commercial domestique (sociétés financières comprises), qui sont passées de \$5 milliards à \$33 milliards, essentiellement du fait des États-Unis (près de \$48 milliards, après plusieurs trimestres de contraction de l'encours). Le ralentissement des émissions à long terme des entreprises pourrait signifier que, dans cette phase initiale de relance mondiale, elles hésitent à s'endetter à long terme, préférant financer une part relativement élevée de leurs investissements par des emprunts à court terme ou sur ressources propres.

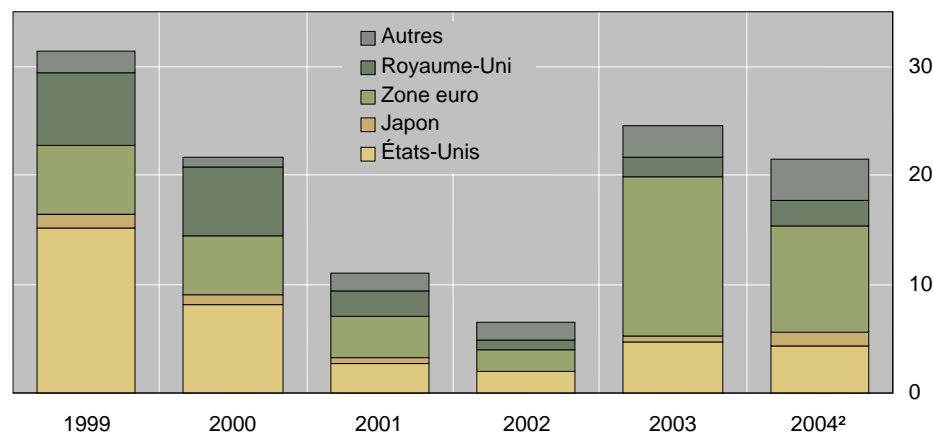
...mais les autres empruntent davantage sur le marché international

Les signatures de moindre qualité des pays développés sont, elles, restées très présentes : leurs annonces se sont élevées à \$5,4 milliards, ce qui confirme leur dynamisme de 2003 (graphique 3.1). Comme les années précédentes, 70 % des émissions provenaient d'entreprises. Contre toute attente, l'activité ne semble pas s'être ralentie en avril, malgré l'augmentation des primes. Le plus important volume en euros à ce jour a été annoncé en avril par SEAT Pagine Gialle (société italienne d'annuaires téléphoniques), avec €1,3 milliard d'obligations 10 ans notées B3/B.

Sous l'effet du redémarrage de l'économie japonaise, les émissions nettes des résidents nippons ont, pour la première fois depuis 1999, été positives pour le deuxième trimestre consécutif. Sur les \$6,3 milliards nets, partagés plus ou moins également entre dollar, euro et yen, \$3,8 milliards émanaient d'établissements financiers et \$2,5 milliards d'entreprises.

## Obligations de qualité inférieure<sup>1</sup> : émissions des économies développées

En milliards de dollars EU, par pays d'origine de l'émetteur



<sup>1</sup> Émetteurs dont la note est égale ou inférieure à BB. <sup>2</sup> Estimation sur la base des émissions du premier trimestre.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.1

Globalement, ces données font apparaître, dans le contexte d'une reprise mondiale lente mais continue, un apport à des emprunteurs précédemment réduits à leurs ressources propres, comme, notamment, les signatures de moindre qualité, les propriétaires immobiliers européens, les entreprises financées par des banques et les sociétés japonaises. Parallèlement, les débiteurs qui avaient tiré profit de la baisse des taux d'intérêt à long terme et du rétrécissement des primes en 2003, comme les signatures de qualité, ont privilégié le refinancement des émissions échues et l'ajustement de leur échéancier. En avril, lorsque les marchés sont devenus plus agités, les bonnes signatures se sont retirées, alors que les autres ont poursuivi, voire accéléré leurs appels de fonds, pour se prémunir contre l'éventualité d'une détérioration prochaine de leur accès aux marchés.

### Les émetteurs en dollars recourent davantage aux taux variables

Si les parts respectives des monnaies de libellé sont restées quasiment identiques au premier trimestre 2004 (tableau 3.3), les émetteurs en dollars se sont orientés vers des taux variables et les débiteurs en euros ont marqué une préférence pour les taux fixes. Ces dernières années, les annonces en dollars se répartissaient approximativement dans la proportion de 25 % et 75 % entre taux fixes et taux variables, mais ces derniers se sont maintenant inscrits à 35 % du total. Dans le segment à taux fixe, la part du dollar est pratiquement descendue au niveau de celle de l'euro, soit 36 %, contre 39 % en moyenne depuis 2000.

Cette préférence des émetteurs en dollars pour les taux variables est surprenante, au moment où les rendements à long terme sont généralement bas sur titres d'entreprises, sous l'effet de la baisse progressive des taux sans

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

En milliards de dollars EU

		2002	2003	2003				2004
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	297,1	218,9	38,0	26,2	73,8	81,0	97,4
	Euro	40,2	52,0	16,3	6,3	14,9	14,6	14,3
	Yen	-7,0	-1,9	0,6	-1,8	-1,2	0,6	1,3
	Autres monnaies	12,3	25,1	1,9	7,6	6,0	9,6	11,8
Europe	Dollar EU	68,3	149,9	39,7	31,1	42,4	36,7	41,1
	Euro	462,6	742,2	203,5	212,4	116,6	209,7	221,3
	Yen	-26,2	-9,0	-4,5	-3,2	-3,5	2,2	1,9
	Autres monnaies	86,1	117,2	28,7	27,4	17,6	43,6	32,8
Autres régions	Dollar EU	53,8	97,4	20,2	19,4	25,7	32,2	33,9
	Euro	20,1	39,6	8,1	14,5	8,9	8,1	41,2
	Yen	-10,1	6,9	-2,1	1,9	-2,2	9,2	1,8
	Autres monnaies	14,2	32,2	7,4	7,8	4,6	12,4	19,1
Total	Dollar EU	419,2	466,2	97,9	76,7	141,8	149,8	172,4
	Euro	522,9	833,8	227,8	233,2	140,3	232,4	276,8
	Yen	-43,3	-4,1	-6,0	-3,1	-6,9	12,0	5,0
	Autres monnaies	112,5	174,5	38,0	42,8	28,1	65,5	63,7

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

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

Tableau 3.3

risque et de l'étroitesse des primes. Le nombre croissant des établissements financiers comme emprunteurs (avec 39 % des annonces, contre 31 % les quatre années précédentes) n'est certainement pas étranger à cette évolution. Au premier trimestre 2004, la courbe des rendements d'État a été plus pentue pour le dollar que pour l'euro, l'écart 10 ans/3 mois se situant à quelque 300 points de base et 200 points de base respectivement, mais guère plus que pendant la majeure partie de 2003. Il est possible que les émetteurs en dollars aient voulu tirer avantage de financements à court terme bon marché avant que la Réserve fédérale ne relève ses taux, tout en espérant pouvoir continuer à disposer de financements à long terme relativement peu coûteux au terme du cycle de resserrement monétaire.

### Importantes émissions souveraines dans la zone euro

Les emprunteurs souverains de la zone euro en pointe pour les émissions nettes...

Les États de la zone euro ont joué un rôle déterminant dans l'augmentation de l'ensemble des émissions au premier trimestre 2004, avec un total net de \$75,6 milliards (contre \$6,8 milliards au trimestre précédent) et \$91 milliards d'annonces (après \$26 milliards). Au-delà du phénomène saisonnier (depuis 2000, les Trésors publics se financent surtout au premier trimestre), il convient de noter que le volume correspondant n'a cessé d'augmenter, passant de \$23 milliards en 2000 et 2001 à \$43 milliards en 2002 et \$55 milliards en 2003. À chaque fois, les titres placés étaient, dans leur écrasante majorité, des euro-obligations en euros à taux fixe. Au premier trimestre 2004, les plus gros

émetteurs nets ont été l'Italie (\$29 milliards), l'Allemagne (\$16 milliards, essentiellement pour les gouvernements des Länder) et la Grèce (\$14 milliards). Dans l'ensemble, les montants ont été très élevés, afin d'accroître la liquidité. Le gouvernement italien, par exemple, a émis €4 milliards à 30 ans en janvier, €5 milliards à 10 ans en février et €8 milliards à 16 ans en mars.

Ces chiffres illustrent bien la tendance des États à tirer avantage de la monnaie commune pour étendre leur base de financement au-delà de leurs frontières. À fin 2003, ils avaient placé \$608 milliards sur les marchés internationaux, contre quelque \$4 900 milliards sur leur propre marché. Tout comme les investisseurs en euros cherchent à diversifier leurs portefeuilles, les emprunteurs souverains, notamment les petites économies de la zone euro, jugent nécessaire d'élargir leurs sources de financement. Avec la réduction des commissions de placement, ces dernières années, il est en outre devenu plus intéressant de recourir aux consortiums bancaires sur le marché international plutôt qu'à des adjudications sur le marché intérieur. Si seuls quelques États de la zone euro l'ont fait jusqu'à maintenant, c'est sans doute parce que le phénomène n'en est qu'à ses débuts.

...ce qui illustre les progrès de l'intégration des marchés européens

## L'europapier commercial poursuit son expansion

Les émissions brutes sur le marché de l'europapier commercial (c'est-à-dire hors du marché de l'emprunteur) sont passées à \$360 milliards au premier trimestre 2004, après \$333 milliards et une moyenne de \$300 milliards en 2003. Une grande partie des émissions a servi à renouveler l'encours, si bien que les financements nets n'atteignent que \$9 milliards. Environ 11 % des émissions brutes émanaient d'entreprises, soit à peine plus que sur le marché intérieur américain (9 %).

Bien que la part de l'europapier commercial dans les émissions nettes soit relativement faible, il convient de souligner qu'il occupe une place importante dans la gestion de trésorerie et les investissements à court terme. Il peut remplacer les emprunts bancaires à court terme et réduire ainsi l'exposition du système financier aux perturbations susceptibles d'affecter le secteur bancaire. Le marché est de plus en plus dominé par les emprunteurs européens (hors PECO), qui représentaient 75 % environ des émissions brutes au premier trimestre, contre 66 % au premier trimestre 1999. Dans le même temps, la part des émissions en euros et en livres sterling est passée de 38 % à 66 %. Comme la hausse des émissions souveraines européennes sur le marché international (supra), cette tendance marque une étape importante du développement des marchés financiers européens.

## Les emprunts des économies émergentes continuent de croître

Les économies émergentes ont continué d'accroître leurs émissions internationales au premier trimestre 2004, à \$24,9 milliards en termes nets, après \$18,8 milliards (graphique 3.2). Les emprunteurs ont bénéficié de coûts de financement favorables : les primes sont tombées à des niveaux

Des conditions favorables stimulent les emprunts des économies émergentes

historiquement bas en janvier (graphique 1.8) et sont restées très réduites par rapport au passé récent, malgré une légère augmentation en février et en mars, en partie sous l'effet du volume émis.

Cependant, la chute du marché en avril s'est traduite par un ralentissement des émissions : selon des données provisoires, les annonces de ce mois ont été inférieures de 25 % à la moyenne de premier trimestre. L'Amérique latine, l'Asie, l'Afrique et le Moyen-Orient ont été pareillement touchés, mais l'Europe émergente a continué de recevoir un bon accueil, grâce à l'optimisme des investisseurs avant l'élargissement de l'Union européenne en mai.

Les emprunteurs d'Asie ont été très actifs, levant \$10,7 milliards, montant le plus élevé depuis 1997. Le secteur privé coréen – établissements financiers notamment – a obtenu \$4,6 milliards, tandis que les entreprises taiwanaises ont collecté \$2,1 milliards. Un certain nombre de souverains ont aussi collecté d'importantes sommes. La République des Philippines a émis un montant total de \$2,0 milliards, dont \$1,18 milliard affecté à l'échange d'obligations arrivant à échéance en 2007-09 pour la plupart contre de nouvelles à taux fixe amortissables en 2011. Après sept ans d'absence, la République d'Indonésie, dont la note a été rehaussée à B par Standard & Poor's en octobre 2003 (contre CCC+ seulement un an auparavant), a fait un retour fort réussi, mobilisant \$1 milliard à 10 ans à taux fixe, le 10 mars ; malgré la notation médiocre de la signature, l'émission a bénéficié d'une marge faible : 277 points de base par rapport au Trésor EU, ce qui est nettement moins que pour des souverains mieux notés comme la République des Philippines ou la République de Turquie. Après une absence de plus de six ans, la République islamique du Pakistan a, elle aussi, sollicité avec succès le marché, lançant, le 19 février, un emprunt à 5 ans à taux fixe de \$500 millions. Les intermédiaires ont signalé un intérêt inhabituel des investisseurs américains pour les titres asiatiques, qui continuent pourtant à être largement absorbés dans la région (encadré p. 23).

En Amérique latine, les emprunts nets ont été entièrement dominés par les signatures souveraines, qui ont profité des conditions favorables du début d'année. Plusieurs d'entre elles ont placé un important volume de titres, souvent assortis d'une échéance de 20 ou 30 ans. Ces souverains sont des emprunteurs habituels (Brésil, Mexique et Venezuela), ou d'autres, plus occasionnels, désireux de couvrir en janvier et début février la totalité de leurs besoins de financement externe pour 2004 (Chili, Costa Rica et Jamaïque).

Dans les économies émergentes d'Europe, les principaux emprunteurs ont également été les souverains, notamment la Pologne, qui a levé \$3,1 milliards avec une opération de €1,5 milliard à 5 ans début janvier (la plus grosse transaction de cet État à ce jour), puis en mars une nouvelle tranche, de €700 millions, de l'obligation de référence 10 ans (dont l'encours a été porté à €3 milliards, ce qui en fait la plus grosse émission souveraine de la région). En outre, la République de Pologne est devenue le premier souverain d'une économie émergente, depuis plus de cinq ans, à émettre des titres en francs suisses (CHF 400 millions à 5 ans). Parmi les débiteurs privés, le montant net

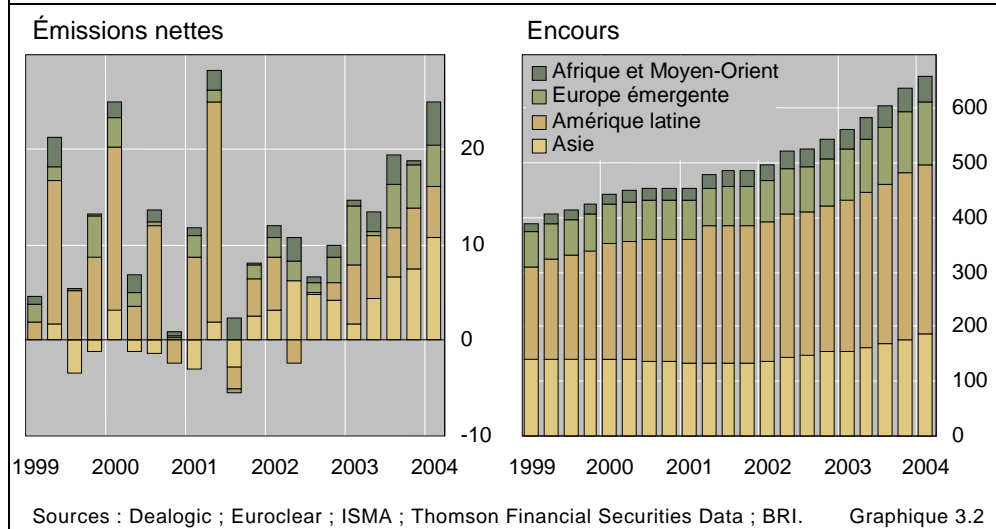
Retour de la République d'Indonésie sur le marché

Les faibles coûts de financement, début 2004, attirent les souverains d'Amérique latine...

...et ceux de l'Europe émergente

## Titres de dette : émissions des économies émergentes

En milliards de dollars EU



de \$1,2 milliard obtenu par les établissements financiers russes est à signaler, car c'étaient surtout les grandes sociétés, notamment du secteur minier et des télécommunications, qui dominaient les emprunts du secteur privé en Russie ; cette somme s'ajoute aux \$4,2 milliards d'émissions nettes en 2003 – ce qui représente une étape supplémentaire dans le retour de ce pays sur les marchés financiers internationaux après la crise de 1998.

D'autres souverains d'économies émergentes d'Europe se sont présentés sur le marché au premier trimestre. En début d'année, la République de Turquie s'est assurée des coûts de financement bas en émettant, en quelques semaines, \$1,5 milliard à 30 ans et €1 milliard à 10 ans. De même, la République de Hongrie a, début janvier, couvert un tiers de son programme de financement sur les marchés internationaux en 2004 avec €1 milliard à 10 ans. D'autres placements significatifs ont été effectués au premier trimestre par la République de Lettonie (€400 millions à 10 ans), la République de Lituanie (€600 millions à 9 ans) et l'État ukrainien (\$600 millions à 7 ans). En conséquence, les émissions brutes des économies émergentes d'Europe ont atteint un sommet historique de \$11,8 milliards.

Les emprunts de l'Afrique et du Moyen-Orient ont atteint un niveau record à la faveur d'une hausse des émissions d'établissements financiers en Afrique du Sud, aux Émirats arabes unis et en Israël. La plus grosse somme (\$1,1 milliard) a été collectée, à travers une structure aux États-Unis, par la société israélienne Teva Pharmaceutical Industries Ltd, qui a émis deux obligations convertibles. La Banque centrale de Tunisie (qui se procure des fonds en devises pour le compte de l'État) a effectué le placement souverain le plus important de la région (et en euros pour ce pays) : €450 millions à taux fixe à 7 ans.