

3. Marché des titres de dette

Les émissions de titres internationaux ont quelque peu ralenti au **deuxième trimestre 2004**. Elles ont néanmoins gardé un rythme soutenu grâce à la reprise mondiale et parce que les opérateurs ont été rassurés quant aux conséquences d'un durcissement monétaire dans les économies développées.

Titres de dette internationaux : émissions nettes								
En milliards de dollars EU								
	2002	2003	2003			2004		Encours à fin juin 2004
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2	
Total	1 011,4	1 472,4	351,4	303,9	458,9	521,0	347,5	12 332,0
Court terme ¹	1,7	75,4	3,7	-32,9	49,2	35,0	2,6	596,0
Papier commercial	23,7	83,3	13,3	-25,4	48,7	9,0	-3,4	414,9
Moyen et long terme ¹	1 009,7	1 397,0	347,7	336,8	409,7	486,0	344,9	11 736,0
Taux variable	198,8	392,4	74,1	98,0	153,4	154,4	167,9	3 112,7
Taux fixe	800,8	983,7	273,0	234,5	240,6	338,5	169,5	8 267,4
Titres sur actions	10,2	20,9	0,6	4,3	15,7	-6,9	7,5	355,9
Économies développées	945,5	1 365,9	318,1	281,6	435,2	486,0	316,7	11 002,0
États-Unis	330,7	275,6	30,5	91,2	98,2	126,4	6,9	3 200,3
Japon	-22,7	-1,0	-1,8	-3,7	7,9	6,3	11,0	283,1
Zone euro	479,1	768,8	208,7	124,8	223,4	232,7	214,8	5 306,0
Places franches	8,1	16,3	4,0	0,4	9,1	0,9	5,0	137,4
Économies émergentes	36,9	66,9	13,9	19,5	18,8	24,1	18,7	676,2
Établissements financiers	833,2	1 188,6	248,2	256,4	409,8	417,3	282,1	9 082,4
Secteur privé	697,9	984,8	199,5	209,8	349,5	339,8	234,6	7 675,4
Secteur public	135,4	203,8	48,7	46,6	60,4	77,5	47,5	1 407,0
Entreprises	55,3	113,3	33,9	22,0	40,9	7,4	10,8	1 495,9
Secteur privé	44,5	95,3	31,1	18,3	37,2	-0,0	7,2	1 249,1
Secteur public	10,8	18,0	2,8	3,7	3,7	7,5	3,5	246,8
États	102,0	147,3	54,0	23,0	12,3	86,2	47,6	1 237,2
Organisations internationales	20,9	23,2	15,3	2,4	-4,2	10,0	7,0	516,5
<i>Pour mémoire :</i>								
<i>Papier commercial domestique</i>	-99,1	-41,7	-26,6	-36,6	7,5	58,4	-10,6 ²	1 928,4
<i>dont : aux États-Unis</i>	-91,4	-81,3	-41,9	-22,3	-1,5	47,8	-26,8	1 309,7

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

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

Tableau 3.1

Titres de dette internationaux à moyen et long terme : émissions brutes							
En milliards de dollars EU							
	2002	2003	2003			2004	
	Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Total des annonces	2 099,3	2 884,1	755,9	656,9	712,3	982,3	792,6
Long terme	1 164,8	1 609,7	424,6	343,6	405,0	569,5	429,5
Moyen terme	934,5	1 274,4	331,3	313,3	307,3	412,8	363,0
Taux variable	602,5	963,8	233,6	241,2	257,6	337,9	321,5
Taux fixe	1 454,0	1 832,2	505,7	388,9	428,1	627,1	453,1
Titres sur actions ¹	42,8	88,1	16,6	26,8	26,6	17,3	17,9
Dollar EU	985,0	1 169,5	282,2	285,8	268,6	355,8	258,3
Euro	806,3	1 288,9	369,7	271,8	316,9	478,7	398,6
Yen	88,3	102,9	26,0	24,5	29,0	29,0	33,5
Autres monnaies	219,7	322,9	78,0	74,8	97,7	118,7	102,2
Établissements financiers	1 631,5	2 281,2	569,7	536,2	593,8	786,6	623,6
Secteur privé	1 360,9	1 913,8	467,7	451,1	506,5	659,1	531,9
Secteur public	270,6	367,4	102,0	85,1	87,3	127,5	91,6
Entreprises	211,6	271,0	78,3	67,0	68,8	62,0	73,6
dont : télécoms	46,2	54,8	9,5	8,0	14,1	11,6	8,5
Secteur privé	187,5	220,7	69,9	53,6	56,5	52,7	61,2
Secteur public	24,2	50,3	8,4	13,4	12,3	9,4	12,4
États	171,8	239,4	79,2	39,0	39,6	109,9	64,7
Organisations internationales	84,3	92,5	28,6	14,7	10,1	23,8	30,7
Émissions effectives	2 098,3	2 865,2	728,0	684,1	735,3	934,0	792,6
<i>Pour mémoire :</i>							
<i>Remboursements</i>	1 088,6	1 468,2	380,3	347,3	325,6	447,9	447,7

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

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

Tableau 3.2

En termes nets, elles se situent à \$347,5 milliards, ce qui est bien modeste par rapport aux \$521 milliards d'émissions du premier trimestre et légèrement inférieur aux \$351 milliards enregistrés un an plus tôt (tableau 3.1). Le fort repli aux États-Unis s'est traduit par un ralentissement de la collecte mondiale de fonds en dollars, en dépit de la vigueur des autres régions dans cette monnaie. Les emprunteurs moins bien notés et ceux des économies émergentes se sont montrés particulièrement dynamiques, de même que les signatures japonaises. Les chiffres préliminaires montrent que ces tendances se sont globalement poursuivies en juillet 2004.

Les marchés se sont polarisés sur l'ampleur et les conséquences d'un resserrement de la politique monétaire américaine. Alors que les données publiées en avril et mai faisaient entrevoir un relèvement assez rapide des taux, celles de juin, confortées par les déclarations de responsables de la Réserve fédérale, laissaient présager un rythme plus lent. De nombreux emprunteurs (entreprises moins bien notées des pays industrialisés et signatures des économies émergentes d'Europe et d'Asie, notamment) se sont

empressés de profiter des conditions encore favorables du marché avant la phase de volatilité qui risquait d'accompagner l'inflexion de la politique de la Fed. D'autres emprunteurs, surtout les entreprises américaines les mieux notées, ont choisi de limiter leurs opérations en raison des perspectives incertaines. L'augmentation des émissions à taux variable montre que les débiteurs étaient prêts à s'adapter aux exigences des investisseurs face aux incertitudes entourant l'évolution immédiate des taux d'intérêt.

Recul des émissions américaines

Fort recul des émissions nettes américaines...

Aux États-Unis, les émissions internationales nettes ont chuté d'un trimestre sur l'autre, passant de \$126 milliards à moins de \$7 milliards. Cette contraction est due au recul des émissions brutes, revenues à leur tendance globale de 2003, après leur forte progression du premier trimestre 2004, et à l'arrivée à échéance d'un grand volume de titres. Elle tient compte de l'annulation par WorldCom, rebaptisé MCI Inc., de quelque \$20 milliards d'obligations internationales, dans le cadre du plan de restructuration prévu par la procédure américaine de faillite (les porteurs ont été dédommagés par des actions et des titres à moyen terme). Les émissions domestiques nettes ont ralenti, elles aussi, de \$186 milliards à \$121 milliards (chiffres de Bloomberg).

...surtout pour les établissements financiers...

Cette contraction est surtout attribuable aux établissements financiers, dont les émissions nettes ont régressé, de \$122 milliards à \$22 milliards. Les

Titres de dette internationaux : émissions nettes, par région ¹ et monnaie								
En milliards de dollars EU								
		2002	2003	2003			2004	
		Année	Année	T2	T3	T4	T1	T2
Amérique du Nord	Dollar EU	297,2	220,3	27,2	74,4	80,7	99,3	-26,5
	Euro	40,3	52,0	6,3	14,9	14,6	14,3	20,5
	Yen	-7,0	-1,9	-1,8	-1,2	0,6	1,3	1,6
	Autres monnaies	12,3	25,1	7,6	6,0	9,6	12,0	12,6
Union européenne	Dollar EU	68,8	149,5	29,9	42,0	37,6	42,0	56,0
	Euro	463,6	749,4	212,9	118,5	211,4	224,9	184,4
	Yen	-26,6	-8,9	-3,2	-3,4	2,2	1,0	4,3
	Autres monnaies	86,7	117,2	27,4	17,4	43,7	34,0	36,2
Autres régions	Dollar EU	53,3	98,2	21,0	26,0	31,0	33,1	23,3
	Euro	18,9	32,9	14,5	6,9	6,2	37,8	16,3
	Yen	-9,6	6,6	1,9	-2,3	9,1	2,7	9,0
	Autres monnaies	13,6	32,2	7,7	4,8	12,3	18,7	9,7
Total	Dollar EU	419,3	467,9	78,0	142,4	149,4	174,4	52,9
	Euro	522,8	834,3	233,8	140,3	232,2	277,0	221,3
	Yen	-43,3	-4,3	-3,1	-6,9	11,8	5,0	14,9
	Autres monnaies	112,5	174,5	42,8	28,1	65,5	64,7	58,5

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

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

Tableau 3.3

deux grandes agences de crédit hypothécaire, notamment, ont fortement réduit leur collecte de fonds, après l'avoir vivement accrue au premier trimestre. Les incertitudes sur les taux d'intérêt ont pu les amener à différer leurs appels de fonds, par crainte d'un ralentissement d'activités telles que les refinancements hypothécaires. Les entreprises non financières ont, elles aussi, limité leurs émissions nettes, faisant preuve de la même prudence.

Le repli aux États-Unis a provoqué un effondrement des émissions nettes en dollars sur le marché international, tombées de \$174 milliards à \$53 milliards (tableau 3.3). Les emprunteurs nord-américains ont en fait réduit de \$26,5 milliards leur dette dans cette monnaie. Abstraction faite de l'annulation des titres de WorldCom (\$18 milliards en dollars), leur encours s'est contracté, pour la première fois depuis décembre 1993. Cette évolution est d'autant plus remarquable que la part des émissions nettes en dollars a en fait augmenté en Europe et ailleurs. Les émetteurs américains se sont donc retirés en dépit d'un bon accueil des investisseurs.

...d'où une baisse du compartiment du dollar...

...pourtant en hausse hors d'Amérique du Nord

La reprise des émissions japonaises se poursuit

Au deuxième trimestre, les emprunteurs nippons ont continué à solliciter le marché international, leurs émissions nettes atteignant \$11 milliards et leurs annonces \$33 milliards. Se portant encore massivement sur les obligations convertibles, qui ont représenté 27 % de leurs annonces de titres à moyen et long terme, contre seulement 2 % au niveau mondial, ils ont privilégié le yen et réduit leur dette en dollars.

Comme aux deux trimestres précédents, les entreprises et les établissements financiers non bancaires ont été les plus dynamiques, principalement Nippon Telegraph and Telephone, qui a collecté €500 millions à 7 ans, début juin, et Toshiba Corporation, avec ¥150 milliards à 5 et 7 ans, fin juin. Les banques privées ont émis un volume de \$4,6 milliards, essentiellement pour refinancer des emprunts échus. L'organisme du secteur public Japan Finance Corporation for Municipal Enterprises a, pour sa part, levé €900 millions en euro-obligations 10 ans à taux fixe, fin mai.

Dynamisme des entreprises et du secteur financier non bancaire au Japon

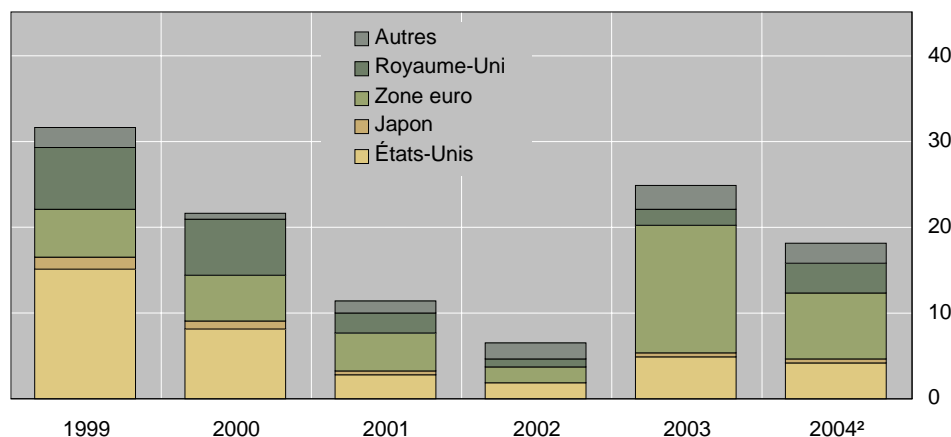
Vigueur des obligations d'entreprises à haut rendement

Les emprunteurs moins bien notés ont continué d'emprunter à un rythme soutenu au deuxième trimestre (graphique 3.1) : leurs annonces ont totalisé \$19,8 milliards, volume pratiquement inchangé par rapport au trimestre précédent. Le dynamisme des entreprises européennes a été particulièrement remarquable : leurs emprunts nets sont passés de \$0,7 milliard à \$2,7 milliards au Royaume-Uni et de \$2,4 milliards à \$5,3 milliards dans la zone euro. En revanche, la collecte de fonds des économies émergentes, tant dans le secteur public que privé, est revenue de \$13,0 milliards à \$6,0 milliards. Comme cela a parfois été le cas dans ces économies (infra), face aux incertitudes entourant le rythme du resserrement monétaire aux États-Unis, les émissions ont ralenti en mai et début juin, pour redémarrer ensuite, lorsque les craintes d'une forte hausse des taux américains se sont apaisées.

Dynamisme des emprunteurs européens...

Obligations de qualité inférieure¹ : émissions internationales des économies développées

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



¹ Émetteurs dont la note est égale ou inférieure à BB. ² Données jusqu'à juin 2004.

Sources : Dealogic ; BRI.

Graphique 3.1

...des télécoms...

Le secteur des télécoms a été très actif. Le plus gros volume en euros a été obtenu en avril par SEAT Pagine Gialle (société italienne d'édition d'annuaires téléphoniques) : €1,3 milliard à 10 ans à taux fixe. Plusieurs sociétés de télévision par câble ont levé des sommes importantes : l'américain Charter Communications (sur le marché domestique), le britannique NTL, les allemands Tele-Columbus et Kabel Deutschland ainsi que l'espagnol Cableuropa.

...et des opérations de capital-investissement

Les opérations de capital-investissement ont pris une grande place. En juin, Blackstone Capital Partners a collecté \$1,2 milliard à 10 ans pour financer le rachat de Celanese Corporation et la société britannique de satellites Inmarsat a ajouté une tranche de \$103 millions à son obligation 8 ans émise en janvier.

Les emprunteurs marquent une préférence pour les taux variables

Au deuxième trimestre, la part des taux variables à court et moyen terme s'est élevée à 41 % des annonces et 49 % des émissions nettes. Comme à l'habitude, les marchés privilégient en effet ce segment en période de hausse des taux d'intérêt : entre 1993 et 1994, il était ainsi passé de 17 % à 29 % du total et, entre 1999 et 2000, de 27 % à 33 %.

Comme lors des trimestres précédents, les établissements financiers ont fait preuve d'une vigueur exceptionnelle : leurs annonces à taux variable ont atteint \$59 milliards aux États-Unis, \$46 milliards au Royaume-Uni et \$42 milliards en Allemagne.

Les entreprises ont suivi le mouvement, avec \$14 milliards d'émissions, contre \$9 milliards au premier trimestre : la compagnie pétrolière d'État mexicaine Pemex a annoncé, début juin, l'émission d'une obligation 6 ans à taux variable d'un montant de \$1,5 milliard. Des gouvernements qui favorisent

traditionnellement les titres à taux fixe en ont fait de même : le Venezuela et la Thaïlande ont ainsi émis chacun \$1 milliard, tandis que la Grèce a levé, en mai, €1 milliard à 30 ans.

Forte présence des économies émergentes

En dépit de tensions sur les primes de risque, les émissions des économies émergentes se sont poursuivies à un rythme soutenu au deuxième trimestre (graphique 3.2). Comme l'ensemble du marché des titres de dette, elles sont revenues, en termes nets, de \$24 milliards à \$19 milliards, se maintenant néanmoins au-dessus de la moyenne trimestrielle de 2003 (\$17 milliards). Sur ce total, un montant de \$9,6 milliards est allé à l'Europe émergente et \$6,5 milliards à la région Asie et Pacifique. En Amérique latine, en revanche, non seulement les émissions ont diminué, mais les remboursements ont progressé, de sorte que l'encours a baissé d'environ \$0,5 milliard.

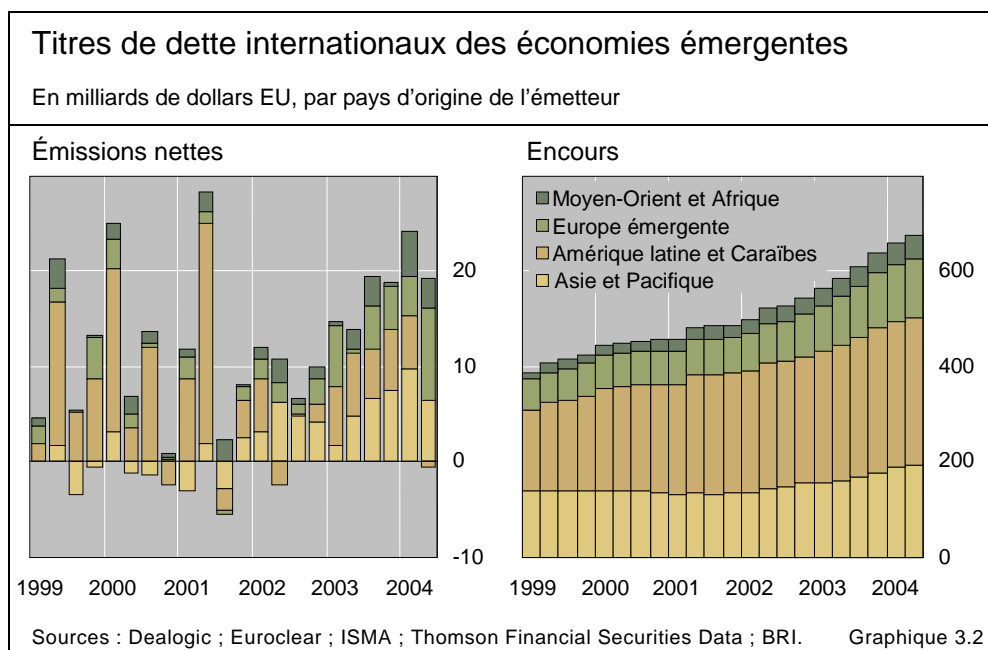
Le fort taux de chômage annoncé début mai aux États-Unis a entraîné une augmentation des primes et un ralentissement prononcé des émissions en mai et durant la première quinzaine de juin. Cependant, même pendant cette période, quelques emprunteurs privilégiés sont restés présents sur le marché. Fin mai, la République d'Afrique du Sud, notée BBB/Baa2, a ainsi collecté \$1 milliard grâce à une obligation planétaire 10 ans à taux fixe.

Dans l'Europe émergente, les emprunteurs traditionnels tels que la Pologne, la Turquie et la Russie ont été rejoints par la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie. Dans plusieurs pays, l'activité a été favorisée par l'entrée dans l'Union européenne, le 1er mai. Ainsi, la Slovaquie a émis €1 milliard en euro-obligations 10 ans, en mai, et la République tchèque a mobilisé €1,5 milliard à 10 ans, en juin. Le même mois, la Turquie a levé \$750 millions grâce à une obligation planétaire à taux fixe, les investisseurs

Dynamisme des économies émergentes...

...malgré l'augmentation des primes

Vigueur des émissions en Europe...



ayant été encouragés par le calendrier des négociations d'adhésion, les avancées sur la question de Chypre et l'amélioration des paiements courants. Bien que, dans l'ensemble de la région, les émissions aient été le fait des États, avec une collecte nette de \$6 milliards, les autres emprunteurs ont également été actifs, notamment ceux de Russie, République tchèque et Estonie. La hausse du prix de l'énergie a favorisé le programme de \$1,2 milliard d'obligations 30 ans annoncé fin avril par le russe Gaz Capital.

Fin juin, le gouvernement allemand a annoncé une émission de titres adossés à une portion de ses créances sur la Russie. Réalisée début juillet, cette opération portait sur quelque \$6 milliards de titres 3 et 5 ans en euros et 10 ans en dollars. Si l'annonce a tout d'abord fait craindre une perturbation du marché de la dette souveraine russe, l'augmentation des primes qui l'a suivie s'est en fait avérée relativement modeste par rapport aux fluctuations récentes.

...dans l'Est
asiatique...

Sur les \$6,5 milliards d'émissions nettes enregistrées en Asie, le secteur privé s'est attribué \$4,4 milliards, confirmant ainsi sa prépondérance depuis fin 2001. Les emprunteurs les plus actifs ont été les entreprises et établissements financiers de Corée (\$2,3 milliards) et de Taiwan (\$2,1 milliards).

...mais pas en
Amérique latine

En Amérique latine, les annonces ont diminué, à \$9,7 milliards, contre \$12,1 milliards sur les trois premiers mois et une moyenne trimestrielle de \$14 milliards en 2003. Les remboursements, quelque peu supérieurs à leurs niveaux récents, ont dépassé les émissions (de \$0,5 milliard), pour la première fois depuis le deuxième trimestre 2002.

La baisse globale des émissions nettes en Amérique latine tient à l'atonie des signatures souveraines et à l'importance des remboursements des entreprises non financières. À lui seul, le gouvernement brésilien a réduit son encours de \$1,2 milliard, après avoir émis en moyenne \$1,4 milliard les quatre trimestres précédents. Bénéficiant d'une forte croissance et de paiements courants sains, il a choisi de ne refinancer qu'en partie \$2 milliards d'euro-obligations arrivées à échéance par un nouvel emprunt de \$750 millions à taux variable, fin juin, et de rembourser le reste sur ses réserves de change. Le Mexique (\$2,8 milliards) et le Venezuela (\$1 milliard) ont continué de solliciter les marchés internationaux. Quant aux entreprises, la baisse de leurs émissions nettes est principalement due à des remboursements nets des sociétés mexicaines et brésiliennes, qui ont réduit leur encours respectivement de \$2 milliards et \$1,1 milliard.

