

Les entreprises ont-elles profité du bas niveau des taux d'intérêt pour se refinancer à moindre coût ?

Les entreprises non financières ont sensiblement intensifié leurs émissions obligataires après la crise financière mondiale : leurs ventes nettes de titres à moyen et long terme sont passées d'une moyenne de moins de \$30 milliards par an entre 2001 et 2006 à près de \$70 milliards entre 2010 et 2012 (graphique A, ligne bleue du cadre de gauche)①. Fin mars 2013, les émissions nettes cumulées sur 12 mois, qui approchaient \$100 milliards, ont inscrit un record. Une part non négligeable des émissions est le fait d'entreprises non financières classées en catégorie spéculative. Au cours de la période de 12 mois allant jusqu'à fin mars 2013, les entreprises dont la note est égale ou inférieure à BBB- ont levé \$29 milliards (en termes bruts) sur le marché obligataire (graphique A, zones ombrées du cadre de gauche), soit 19 % des émissions totales du secteur non financier : record historique en termes absolus, il reste loin, toutefois, en termes relatifs, des chiffres pour la dette à haut rendement : 25 % fin 2006-début 2007 et 23 % début 2011.

Parallèlement à l'intensification des émissions obligataires des entreprises non financières, l'activité du secteur financier a diminué. Les ventes nettes d'obligations à moyen et long terme des établissements financiers ont culminé à un peu plus de \$400 milliards sur les douze mois jusqu'à mai 2006, pour revenir dans une fourchette comprise entre \$150 milliards et \$200 milliards par an entre 2008 et 2012. Au cours des douze mois jusqu'à mars 2013, elles ont inscrit leur niveau le plus bas en plus de dix ans, à seulement \$32 milliards.

Si les entreprises non financières ont intensifié leurs émissions obligataires pendant et peu après la crise financière, c'était, au moins en partie, en raison d'un accès réduit aux financements bancaires ; ce facteur semble toutefois avoir perdu en importance plus récemment. Les prêts consortiaux, quasi-substituts des obligations, se sont vivement contractés en 2008 et 2009, puis ont commencé à se redresser fin 2010 (graphique A, cadre de droite). Les nouvelles signatures ont culminé fin 2011, mais le fait que l'activité de prêts aux entreprises moins bien notées ait continué de progresser est probablement le signe que c'est la demande des entreprises de catégorie investissement pour ce type de financement qui a diminué et non l'offre de fonds qui a baissé.

Même si les entreprises ayant recours aux prêts consortiaux sont souvent de plus petite taille que celles recourant à des émissions obligataires, ces deux marchés se recoupent partiellement. Aussi est-il possible que les entreprises fassent davantage appel à l'émission d'obligations pour profiter de conditions de financement rendues

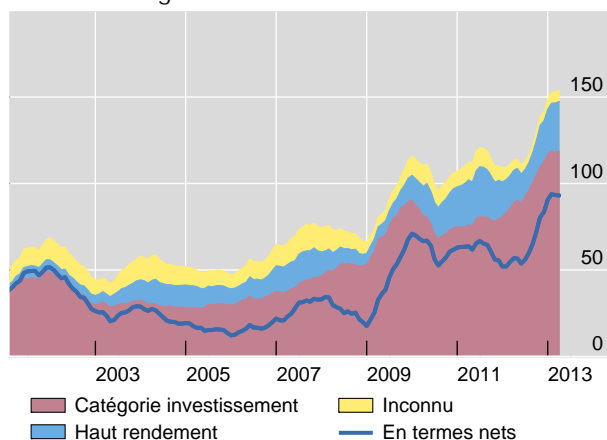
① Les données sur les volumes couvrent les titres consortiaux émis par des banques internationales aussi bien sur le marché international que national.

Financement des entreprises non financières¹

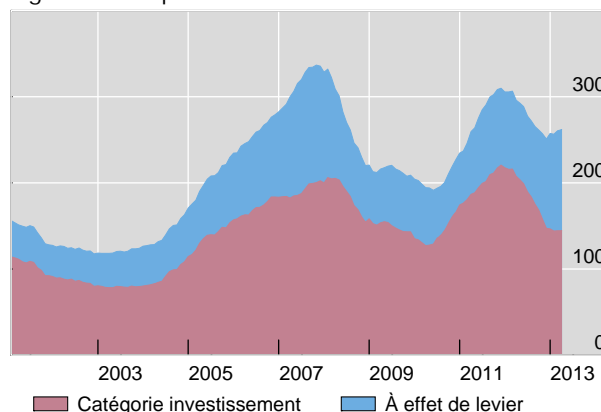
En milliards de dollars

Graphique A

Émissions obligataires



Signatures de prêts consortiaux



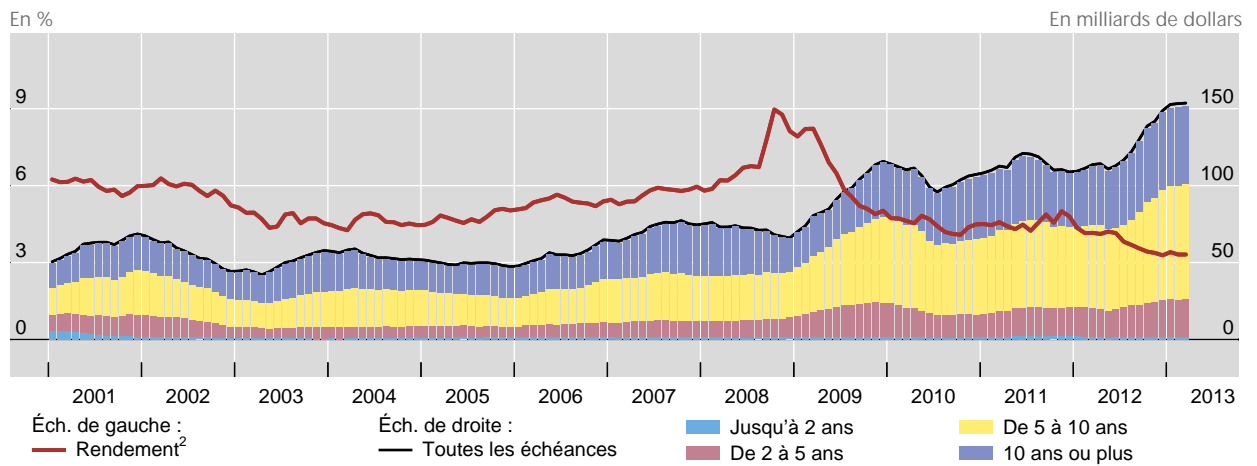
¹ Moyenne mobile sur 12 mois.

Sources : Dealogic ; calculs BRI.

plus favorables par le bas niveau des taux d'intérêt. Les rendements des obligations d'entreprise ont fait un bond pendant la crise, mais sont rapidement retombés à des niveaux exceptionnellement bas (graphique B). Les prêts consortiaux sont généralement rémunérés par des taux variables, alors que les coupons sur les obligations d'entreprise sont le plus souvent fixes, permettant ainsi aux émetteurs de tirer parti du bas niveau des taux. Les émissions du secteur non financier étaient, pour l'essentiel, à long terme, ce qui cadre avec l'hypothèse selon laquelle les entreprises non financières auraient profité du bas niveau des taux d'intérêt pour se refinancer à moindre coût. Un bon tiers de toutes les obligations émises à partir de 2010 ont une durée initiale de 10 ans ou plus, et près de la moitié sont assorties d'une durée comprise entre 5 et 10 ans. Cela dit, cette distribution des échéances n'a rien d'exceptionnel ; de plus, la part des obligations d'entreprise à très long terme est, en fait, inférieure à ce qu'elle était dans les années qui ont immédiatement précédé la crise : elle fluctuait alors autour de 40 %. Ce dernier élément ne corrobore qu'en partie notre hypothèse de départ.

Émissions obligataires par échéance initiale¹

Graphique B



¹ Titres émis par des entreprises non financières sur tout marché ; moyenne mobile sur 12 mois. ² Rendement à l'échéance ; indice large à haut rendement (obligations d'entreprise) de Bank of America Merrill Lynch (*Global Broad Market Corporate High Yield Index*).

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Dealogic ; calculs BRI.