

3. Marché des titres de dette

Les émissions nettes d'obligations classiques et autres effets à taux fixe ont vivement progressé au premier trimestre 2001, dans un contexte dominé par un resserrement des marges de crédit et des conditions globalement favorables (tableau 3.1). Leur total net agrégé s'inscrit néanmoins en recul, de \$323 à \$298 milliards, en raison d'une forte contraction des placements monétaires. Les annonces d'émissions brutes d'obligations et effets ont atteint \$578 milliards, contre \$438 milliards le trimestre précédent, et les remboursements ont augmenté de \$197 à \$269 milliards (tableau 3.2).

Signe d'un retour à la normale, les financements à long terme ont pris le pas sur ceux de courte durée. Les émissions nettes d'effets jusqu'à un an ont diminué par rapport aux montants exceptionnellement élevés du trimestre précédent, les emprunteurs ayant tiré parti des conditions favorables pour allonger leur échéancier. Les débiteurs des économies émergentes sont revenus sur l'obligataire, où les organismes publics ont renforcé leur présence, tout comme les entreprises; l'intérêt moindre pour les introductions en Bourse peut expliquer que ces dernières délaissent les marchés des actions. Certaines, d'ailleurs, déclassées par les agences de notation, se sont tournées vers les obligations internationales, faute de pouvoir émettre du papier commercial et en raison de la réticence accrue des banques à leur accorder des facilités de soutien.

Situation plus favorable pour le long terme

L'amélioration des conditions de marché a favorisé la résurgence des émissions à long terme. Comme l'indique la Vue d'ensemble (section 1), le rétrécissement des marges de crédit dans ce compartiment s'est accompagné d'une diminution générale des taux d'intérêt, qui a fait revenir les émetteurs. Les émissions nettes d'obligations classiques et autres effets à taux fixe sont passées de \$165 milliards au dernier trimestre 2000 à \$204 milliards, record historique. Parallèlement, les émissions brutes ont augmenté de 60%, à \$422 milliards (tableau 3.2).

Les émissions nettes à taux fixe inscrivent un nouveau record ...

Ce surcroît d'émissions de titres longs est dû uniquement aux emprunteurs de second rang. Parmi celles assorties d'une notation, le montant

Titres internationaux: émissions nettes

En milliards de dollars EU

	1999	2000	2000				2001	Encours à fin mars 2001
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1	
Total	1 230,3	1 234,6	286,7	319,8	304,8	323,4	298,4	6 514,7
Instruments du marché monétaire ¹	66,4	86,5	1,3	24,4	14,9	45,9	14,6	346,1
<i>Papier commercial</i>	44,3	49,3	- 0,6	10,6	12,1	27,1	16,1	238,5
Obligations et effets ¹	1 163,9	1 148,2	285,4	295,4	289,9	277,4	283,8	6 168,7
<i>Notes à taux variable</i>	334,1	386,6	84,0	110,1	90,0	102,6	73,8	1 607,9
<i>Obligations classiques à taux fixe</i>	798,7	743,9	198,6	181,5	199,0	164,9	204,4	4 317,5
<i>Titres liés aux actions</i>	31,1	17,6	2,8	3,8	1,0	10,0	5,6	243,3
Pays développés	1 152,9	1 151,7	257,1	303,2	282,2	309,1	283,9	5 602,7
<i>États-Unis</i>	482,2	465,7	91,4	111,8	138,5	124,0	145,7	1 894,2
<i>Japon</i>	2,7	- 29,9	- 13,2	- 1,3	- 9,1	- 6,3	- 6,5	268,0
<i>Zone euro</i>	507,9	555,0	131,1	149,2	129,7	144,9	133,4	2 288,6
Places franches	12,0	19,1	1,4	3,7	6,8	7,2	7,3	83,0
Économies émergentes	40,8	42,1	23,3	6,3	13,4	- 0,9	6,0	458,5
Institutions internationales	24,6	21,7	4,9	6,7	2,2	7,9	1,3	370,6
Secteur privé	1 010,4	970,3	203,2	276,6	228,7	261,8	237,8	4 849,3
<i>Établissements financiers²</i>	656,7	670,7	164,7	185,3	136,1	184,6	146,5	3 189,6
<i>Entreprises</i>	353,7	299,6	38,5	91,3	92,6	77,2	91,3	1 659,7
Secteur public ³	195,3	242,6	78,6	36,6	73,8	53,6	59,3	1 294,8
<i>Administrations centrales</i>	37,2	50,5	33,1	12,7	8,3	- 3,5	6,4	483,3
<i>Agences et organismes</i>	158,1	192,0	45,5	23,9	65,5	57,2	52,9	811,5
<i>Pour mémoire: papier commercial domestique</i>	341,2	254,3	29,8	72,1	40,2	112,2	-56,5 ⁴	1 983,0
<i>dont: aux États-Unis</i>	232,8	208,3	75,3	54,9	35,6	42,5	- 63,1	1 539,0

¹ Non compris effets émis par les non-résidents sur les marchés domestiques. ² Banques commerciales et autres établissements financiers. ³ Hors institutions internationales. ⁴ Chiffre préliminaire.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; autorités nationales; BRI.

Tableau 3.1

... avec le retour des signatures de second rang ...

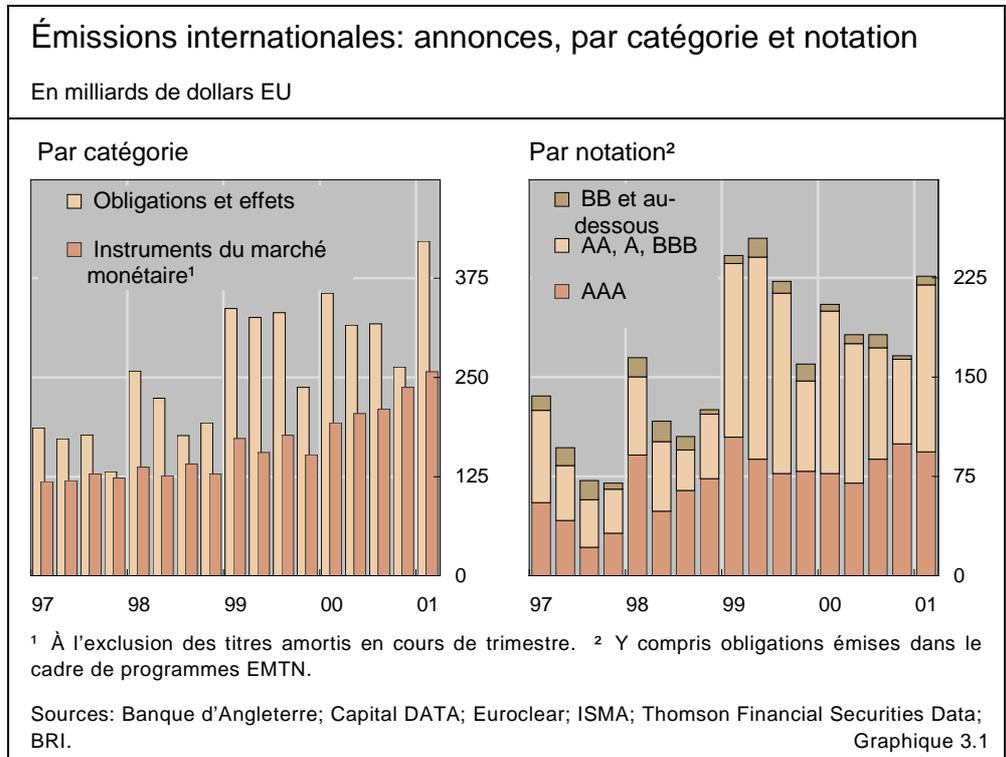
brut des titres inférieurs à AAA s'est fortement étoffé, passant de \$64 à \$126 milliards (graphique 3.1, cadre de droite), ce qui a plus que compensé le précédent recul des annonces, d'un trimestre sur l'autre, pour ces notations. Une part importante de l'augmentation totale de ces émissions provient des sociétés de télécommunications, qui ont levé \$49 milliards, contre \$19 milliards. Il convient de mentionner le plus gros emprunt obligataire jamais réalisé par une entreprise: \$16 milliards en six tranches pour France Télécom. Certaines sociétés ayant des difficultés à émettre du papier commercial (voir plus loin) se sont également tournées vers les titres à long terme; DaimlerChrysler, bénéficiant de la note A, s'est procuré quelque \$7,5 milliards de cette manière. Dans le compartiment des titres spéculatifs, le volume des

annonces a progressé de \$3 à \$7 milliards. En revanche, les émissions brutes de catégorie AAA sont revenues de \$100 à \$94 milliards, malgré une présence accrue du secteur public, avec \$128 milliards, soit une expansion de 70%, sous l'effet surtout du montant record de \$98,5 milliards émanant d'agences gouvernementales.

Dans le même temps, les émissions nettes d'effets jusqu'à un an ont fléchi du niveau exceptionnellement élevé de \$46 à \$15 milliards. Pour le papier commercial, le plus courant de ces instruments, elles sont revenues de \$27 à \$16 milliards; le revirement est encore plus marqué sur les marchés nationaux, notamment les trois plus grands (États-Unis, Japon et Canada), où elles sont devenues largement négatives après plusieurs années de croissance rapide. L'explication réside dans un certain nombre de déclassements et dans la réticence accrue des banques à organiser de nouvelles émissions. Les fonds de placement monétaire, qui sont les principaux acheteurs de ces instruments, sont limités par la SEC pour les volumes de papier de qualité inférieure. Au-dessous d'un certain seuil, les déclassements peuvent donc réduire sérieusement les perspectives des émetteurs. À cet égard, il semblerait que des entreprises aient eu des difficultés d'accès à ce marché du papier commercial. La note de la dette à court terme de DaimlerChrysler, par exemple, a été ramenée à A2/P2 fin février. Au même moment, les banques restreignaient leur activité de crédit (encadré page 23), supprimant les facilités de soutien.

... tandis que les émissions nettes d'instruments du marché monétaire régressent

Le premier trimestre 2001 a également été marqué par la diminution des émissions nettes des établissements financiers, ce qui peut s'expliquer par



Obligations et effets internationaux: émissions brutes

En milliards de dollars EU

	1999	2000	2000				2001
	Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Total des annonces	1 766,8	1 933,5	508,3	484,6	502,4	438,3	578,2
Notes à taux variable	483,8	624,3	138,0	157,0	168,3	161,0	142,6
Obligations classiques à taux fixe	1 230,9	1 252,7	356,0	315,7	317,6	263,5	421,7
Titres liés aux actions ¹	52,1	56,5	14,3	11,9	16,5	13,8	13,8
Dollar EU	775,4	859,3	216,9	206,6	240,8	194,9	264,8
Euro	677,9	647,8	186,8	153,1	150,7	157,2	221,2
Yen	118,9	204,6	49,2	76,1	51,2	28,1	34,8
Autres monnaies	194,6	221,8	55,3	48,7	59,8	58,1	57,4
Secteur privé	1 374,3	1 499,9	374,4	397,5	380,3	347,8	429,2
Établissements financiers ²	897,7	1 021,4	276,0	251,5	249,8	244,1	278,1
<i>Entreprises</i>	476,6	478,5	98,3	146,0	130,5	103,7	151,2
<i>dont: télécoms</i>	84,3	115,7	24,7	46,7	25,0	19,3	48,7
Secteur public	314,7	363,0	113,4	66,7	107,7	75,2	127,6
<i>Administrations centrales</i>	94,2	93,0	46,0	18,7	23,7	4,7	29,1
<i>Agences et organismes</i>	220,5	269,9	67,5	48,0	84,0	70,5	98,5
Institutions internationales	77,8	70,7	20,5	20,4	14,5	15,3	21,3
Émissions effectives	1 771,2	1 935,3	474,9	485,2	501,0	474,2	552,9
Remboursements	607,3	787,2	189,5	189,8	211,1	196,7	269,1

¹ Obligations convertibles et à bon de souscription d'actions. ² Banques commerciales et autres établissements financiers.

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tableau 3.2

l'important volume de titres adossés à des actifs émis au trimestre précédent; ABN AMRO, par exemple, avait monté une opération de quelque €7,8 milliards.

Retour des signatures des marchés émergents

L'amélioration générale des conditions a également favorisé les émissions des économies émergentes, avec toutefois une distinction entre les catégories de risques. Comme l'indique la Vue d'ensemble, les primes pour les signatures de qualité sur le marché secondaire - Mexique, Corée et Chine, notamment - ont diminué au premier trimestre 2001, tandis que celles sur les pays moins bien notés - Turquie, Brésil, Argentine - ont augmenté. Dans ce contexte, le total net émis par les économies émergentes a atteint \$6 milliards, contre un montant négatif de \$1 milliard les trois mois précédents. Cette progression s'est produite malgré l'intensification des remboursements, de \$15,1 à \$17 milliards, maximum depuis deux ans.

Ce rebond des émissions nettes masque des disparités régionales: hausse en Amérique latine (de -\$2,5 à \$6,3 milliards) et dans les pays européens non industriels (de \$1,1 à \$2,3 milliards, dont €750 millions annoncés par la République turque). À l'inverse, la part des économies

Rebond des émissions nettes après un quatrième trimestre 2000 en retrait

Titres de dette internationaux: émissions nettes, par région et monnaie¹

En milliards de dollars EU

		1999	2000	2000				2001
		Année	Année	T1	T2	T3	T4	T1
Amérique du Nord	Dollar EU	434,5	380,7	73,1	91,1	116,4	100,1	118,1
	Euro	46,3	45,3	7,9	8,7	16,0	12,7	19,2
	Yen	- 1,3	16,7	5,4	4,9	3,4	3,0	2,8
	Autres monnaies	16,5	15,4	2,5	1,0	3,5	8,4	4,1
Europe	Dollar EU	58,2	174,5	37,9	39,3	42,9	54,4	22,7
	Euro	503,0	406,7	113,3	106,8	74,2	112,5	117,6
	Yen	6,4	39,0	4,0	31,0	7,5	- 3,5	- 9,2
	Autres monnaies	75,2	87,3	20,8	16,0	24,5	25,9	15,6
Autres régions	Dollar EU	53,3	63,7	23,7	17,5	14,2	8,3	7,1
	Euro	38,1	14,0	5,5	4,6	1,6	2,3	4,7
	Yen	-12,2	-22,4	-10,3	- 3,8	- 2,9	- 5,4	- 4,6
	Autres monnaies	12,3	13,7	2,9	2,7	3,4	4,6	0,2
Total	Dollar EU	546,0	618,9	134,7	147,9	173,5	162,7	148,0
	Euro	587,4	466,1	126,6	120,1	91,8	127,5	141,4
	Yen	- 7,0	33,3	- 0,9	32,1	8,0	- 5,9	-11,0
	Autres monnaies	104,0	116,4	26,3	19,8	31,4	39,0	19,9

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

Sources: Banque d'Angleterre; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BRI.

Tableau 3.3

émérgentes d'Asie a fléchi de \$0,3 à -\$3,4 milliards, suite à la chute des émissions brutes (de \$4,9 à \$1,9 milliard); celle-ci s'explique en partie par une accalmie dans le secteur des télécommunications, particulièrement actif pour la Chine et la Malaysia au trimestre précédent.

Comme l'indiquait le précédent *Rapport trimestriel BRI*, l'un des moyens dont disposent les pays pénalisés par des marges relativement importantes pour emprunter à moindre coût consiste à s'endetter dans une monnaie à faible taux d'intérêt, comme le yen. Les économies émergentes ont ainsi continué de se financer sur le marché samouraï, avec respectivement \$669 millions, \$294 millions et \$260 millions pour le Brésil, la Tunisie et l'Uruguay.

Montée en puissance des euro-émissions

L'euro a conforté sa position sur le marché international des titres de dette, avec \$141 milliards d'émissions nettes, contre \$128 milliards au trimestre précédent (tableau 3.3), toutes les régions du monde participant à cet essor. Cette tendance est spécialement marquée en Amérique du Nord (\$19 milliards, nouveau record). Parallèlement, les émissions nettes en dollars s'inscrivent en recul et celles en yens tombent de -\$6 à -\$11 milliards, contraction d'une ampleur inhabituelle. Ces deux monnaies n'ont guère été recherchées en Europe.

Les émetteurs du monde entier se tournent vers l'euro

À plus longue échéance, l'accélération des appels au marché confirme la tendance amorcée entre octobre et décembre 2000, après le ralentissement des trois premiers trimestres, consécutif à une année 1999 exceptionnellement active. Comme cette année-là, et à la différence du quatrième trimestre 2000, la reprise constatée s'est produite alors même que la monnaie unique se dépréciait vis-à-vis du dollar. Il s'agit là d'une rupture par rapport au schéma antérieur traditionnel, dans lequel les émetteurs recherchaient la monnaie la plus forte.