

1. Vue d'ensemble: les investisseurs dans l'attente de la reprise

Le début de l'été 2001 a vu s'amenuiser les espoirs d'une prochaine reprise de l'économie mondiale. Comme l'analysait l'édition de juin 2001 du *Rapport trimestriel BRI*, un optimisme prudent caractérisait au printemps les marchés financiers, les participants étant généralement convaincus que la détente monétaire opérée par les principales banques centrales des pays développés allait rapidement entraîner un retournement de conjoncture. En juin et au début de juillet, toutefois, des données macroéconomiques décevantes en provenance du Japon, d'Europe et des États-Unis, conjuguées à des avertissements sur résultats émanant d'entreprises européennes et nord-américaines, ont montré que non seulement le ralentissement continuait mais qu'il s'étendait. Les marchés des actions ont fortement chuté, abandonnant leurs gains récents et poursuivant le mouvement de correction amorcé un an plus tôt.

La détérioration générale des marchés des actions a été aggravée en juillet par des tensions sur les marchés émergents. Les nouvelles des difficultés rencontrées par l'Argentine, la Turquie et la Pologne se sont répercutées sur les marchés des actions et des changes de plusieurs économies émergentes, même si de nombreuses autres ont été épargnées. L'effet de contagion a cependant commencé à s'estomper en moins de deux semaines, lorsque les intervenants se sont remis à établir une différenciation entre les pays.

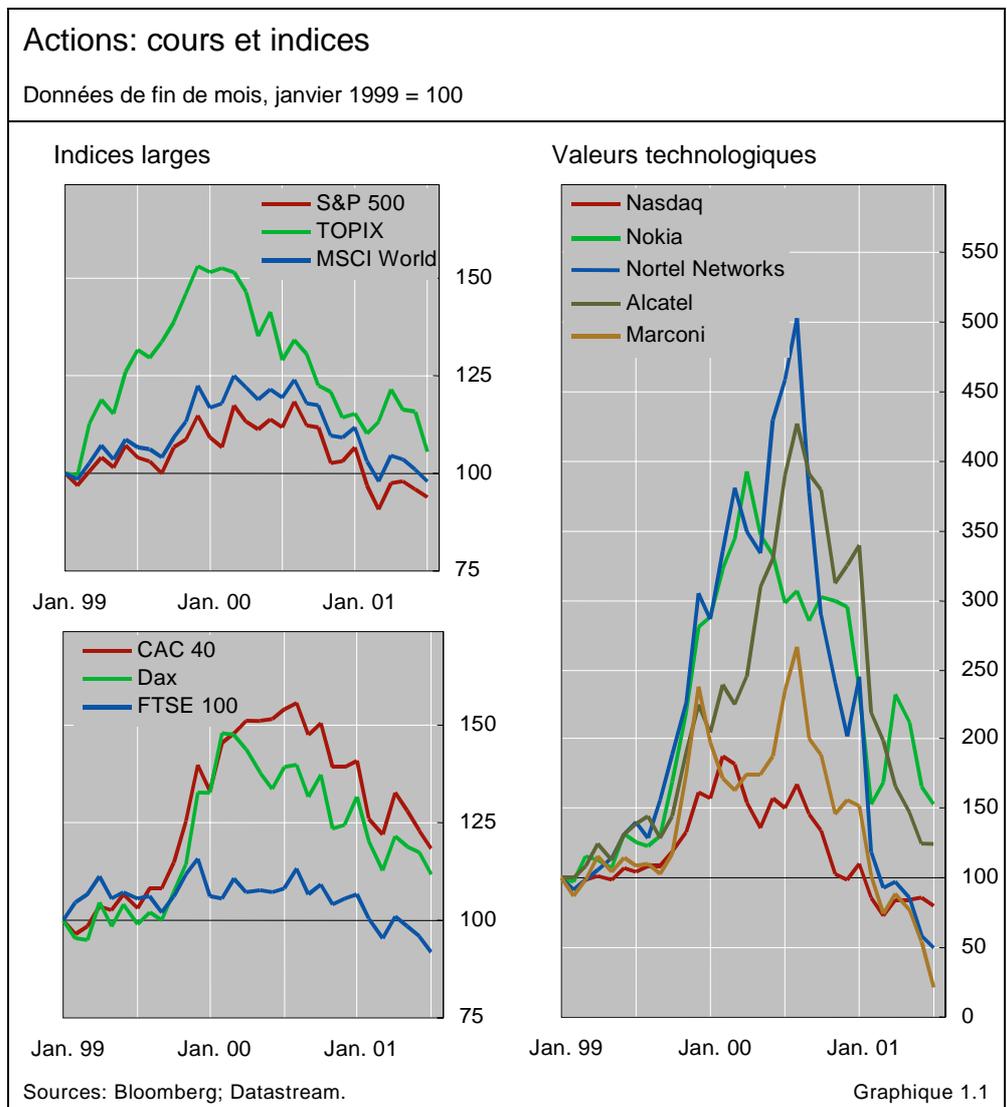
Malgré la morosité des places boursières, il n'y a pas eu de signes de raréfaction du crédit sur les marchés des titres à revenu fixe. La pente toujours accentuée des courbes des rendements dans les principales économies témoignait d'une certaine confiance dans une reprise économique à brève échéance. L'augmentation des pertes sur défaillances n'a pas empêché les marges de crédit de se contracter davantage au premier semestre, les investisseurs cherchant à étoffer leurs portefeuilles d'obligations d'entreprises. Même dans le secteur tumultueux des télécommunications, les marges ont diminué. Sur le marché des titres internationaux, les entreprises ont continué à profiter des conditions favorables pour lancer des emprunts à long terme au deuxième trimestre, à un rythme cependant plus lent qu'auparavant. Dans le

même temps, la disponibilité des financements bancaires a fait monter en flèche les annonces de crédits consortiaux, inversant un recul qui durait depuis deux trimestres. Les fonds ainsi collectés ont souvent été utilisés, toutefois, pour des remboursements, notamment de dettes à long terme et de papier commercial à échéance, plutôt que pour investir dans de nouveaux équipements et acquisitions.

Les marchés des actions attentifs aux résultats alors que le secteur technologique annonce d'importantes pertes

En avril, les intervenants sur actions ont eu quelques raisons de se réjouir. Après la chute spectaculaire des valeurs technologiques en février et mars, les investisseurs ont pu apprécier des bilans relativement encourageants. Dell Computer, en particulier, a fait savoir que ses résultats seraient conformes à ses dernières prévisions. L'effet de ces annonces s'est trouvé renforcé, deux semaines plus tard, par l'abaissement, entre séances, du taux directeur

Les annonces de résultats et la baisse des taux stimulent les actions en avril ...



Événements marquants sur les marchés des actions				
Mars-août 2001				
Date	Événement	Indice le plus touché	Variation totale (en %)	Période (nombre de séances)
9 mars	Emplois non agricoles: supérieurs aux prévisions	Nasdaq	- 11,6	2
21 mars	Enquête ifo: chiffre inférieur aux prévisions	Dax	- 7,0	2
5 avril	Dell: résultats conformes aux attentes	Nasdaq	8,9	1
18 avril	Réduction du taux directeur aux États-Unis	Nasdaq	13,0	2
24 avril	Élection de Koizumi au Japon	TOPIX	6,2	5
8 juin	Nortel: avertissement sur résultats	TSE 300	- 1,2	2
2 juillet	<i>Tankan</i> : plus mauvais que prévu	TOPIX	- 1,1	1
2 juillet	Ajournement du prêt du FMI à la Turquie	National 100	- 23,8	4
5 juillet	Marconi: avertissement sur résultats	FTSE	- 3,8	5
6 juillet	Emplois non agricoles: inférieurs aux prévisions	Nasdaq	- 3,7	1
10 juillet	Adjudication d'obligations en Argentine	Merval	- 13,6	3
12 juillet	Yahoo! et Microsoft: annonce de bons résultats	Nasdaq	5,7	2
14 août	La Banque du Japon prévoit d'accroître la masse monétaire	TOPIX	2,7	1

Sources: Bloomberg; données nationales. Tableau 1.1

de la Réserve fédérale, deuxième réduction-surprise après celle de janvier. L'indice Nasdaq Composite a ainsi gagné 15% en avril (graphique 1.1). Au Japon, l'arrivée d'un nouveau gouvernement, le 24 du même mois, a redonné confiance à la Bourse de Tokyo et le TOPIX a fait un bond de 6% les jours suivants (tableau 1.1).

En juin, cependant, l'enthousiasme a fait place à la morosité lorsque des entreprises ont communiqué des résultats moins bons que prévu, anéantissant les espoirs d'une reprise rapide. Cette fois, les annonces marquantes ne venaient pas toutes des États-Unis. Le choc est d'abord arrivé du Canada en début de mois, avec une perte de \$17 milliards pour Nortel Networks, la Bourse de Toronto cédant 1,2% (tableau 1.1). Une série de mauvaises nouvelles a suivi. Ainsi, en fin de mois, plusieurs grands noms du secteur technologique européen ont déclaré que leurs bénéfices seraient décevants. Les chiffres concernant quelques entreprises phares ont généralement exercé une influence disproportionnée sur les marchés. Depuis le début de l'année,

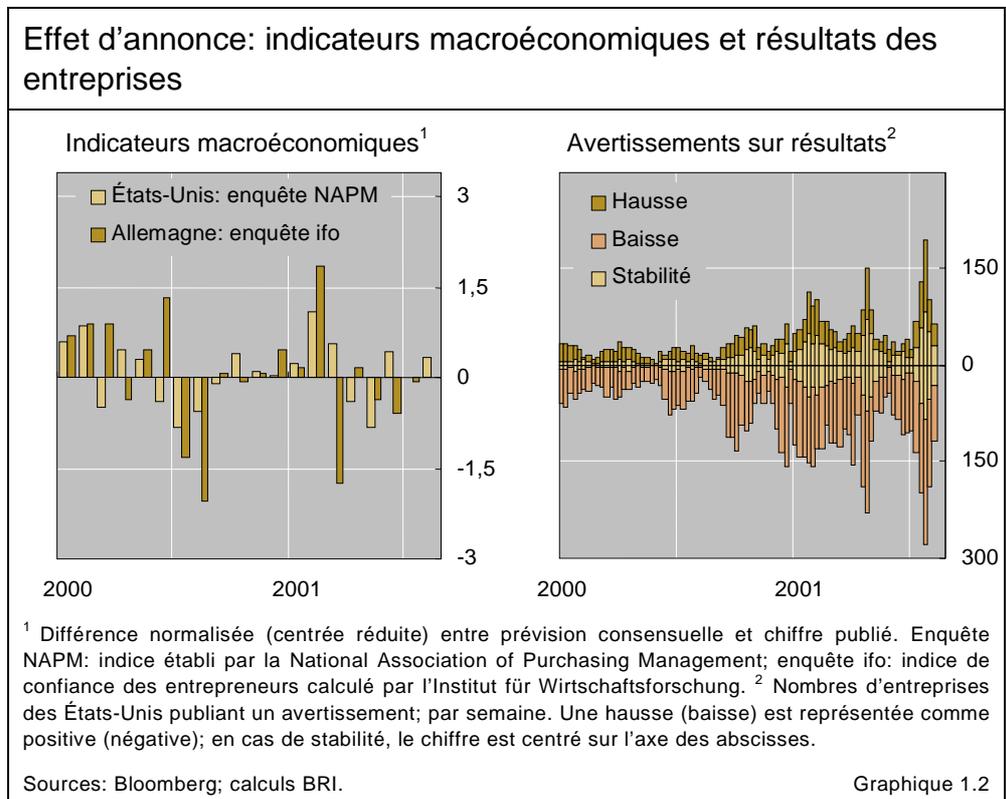
c'est pendant les dernières semaines de janvier, d'avril et de juillet que les sociétés américaines ont publié le plus grand nombre d'avertissements sur résultats (graphique 1.2). Pourtant, l'indice S&P 500 a alors progressé. Les entreprises-vedettes, pour leur part, ont tendance à émettre leurs avertissements en début de mois, périodes précisément responsables de la baisse générale.

Ces mauvais résultats avaient comme point commun les sorties de bilan dans le secteur technologique. Les principales concernaient des annulations d'actifs incorporels correspondant à des acquisitions, même si d'importantes passations en charges étaient également liées aux crédits fournisseurs et aux stocks. Par exemple, la perte annoncée par Nortel Networks provenait en grande partie de l'effondrement de la valeur d'entreprises rachetées au Canada, et, en juillet, JDS Uniphase, fabricant nord-américain de composants à fibres optiques, a sorti de son bilan près de \$45 milliards au titre de ses acquisitions.

Les indicateurs macroéconomiques également ont déprimé les marchés aux États-Unis et en Europe. Cependant, même dans ce domaine, les intervenants ont semblé les voir essentiellement sous l'angle de leurs conséquences pour les résultats des entreprises, plutôt que pour la politique monétaire comme cela était le cas en début d'année. Cette attention portée aux résultats montre que les investisseurs boursiers considéraient que la phase de détente monétaire était en grande partie achevée aux États-Unis et que le cycle économique de l'Europe continentale était à la traîne. Les intervenants ont accordé beaucoup de signification à la comparaison entre

... mais des pertes importantes pèsent sur les marchés en juin

Les marchés sont attentifs aux implications des indicateurs macroéconomiques pour les résultats ...



l'indice américain NAPM relatif à l'activité manufacturière et l'enquête allemande ifo sur le climat des affaires, comparaison qui donnait à penser que la zone euro comptait six à sept mois de retard (graphique 1.2). Le rapport sur l'emploi aux États-Unis, le 6 juillet, faisait état d'une baisse exceptionnellement élevée du nombre des emplois non agricoles. Six à neuf mois auparavant, un tel chiffre, présageant un assouplissement de la politique monétaire, aurait pu stimuler le marché. Or, en cette occasion, le Nasdaq Composite a cédé 3,7%, car la Réserve fédérale venait d'indiquer que la réduction de 25 points de base de son taux directeur, le 27 juin, serait probablement la dernière pour quelque temps.

... et, au Japon, aux mesures prises par les autorités

Au Japon, plus qu'aux États-Unis et en Europe, le marché a continué de suivre les indicateurs macroéconomiques sous l'angle de leurs conséquences pour l'efficacité de la politique budgétaire et monétaire. L'enquête *Tankan*, publiée le 2 juillet et signalant un nouveau tassement de l'économie, a entraîné une chute de 1,1% du TOPIX sur la séance. Le 14 août, l'indice a gagné 2,7%, à l'annonce que la Banque du Japon allait accroître la masse monétaire en autorisant les banques à augmenter leurs réserves et en achetant davantage d'obligations d'État. Faisant suite à la volonté affichée du nouveau gouvernement de contenir le déficit budgétaire, cette décision montrait que la banque centrale avait l'intention de relancer l'économie par un soutien monétaire renforcé. Les actions japonaises n'en ont pas moins amorcé rapidement une nouvelle baisse générale, tandis que le marché prenait conscience de l'ampleur des compressions de bénéfices qui résulteraient de la dégradation des perspectives mondiales, même pour les entreprises relativement solides tournées vers l'exportation.

Les marchés émergents momentanément affectés par des effets de contagion

Les crises en Turquie et en Argentine début 2001 ...

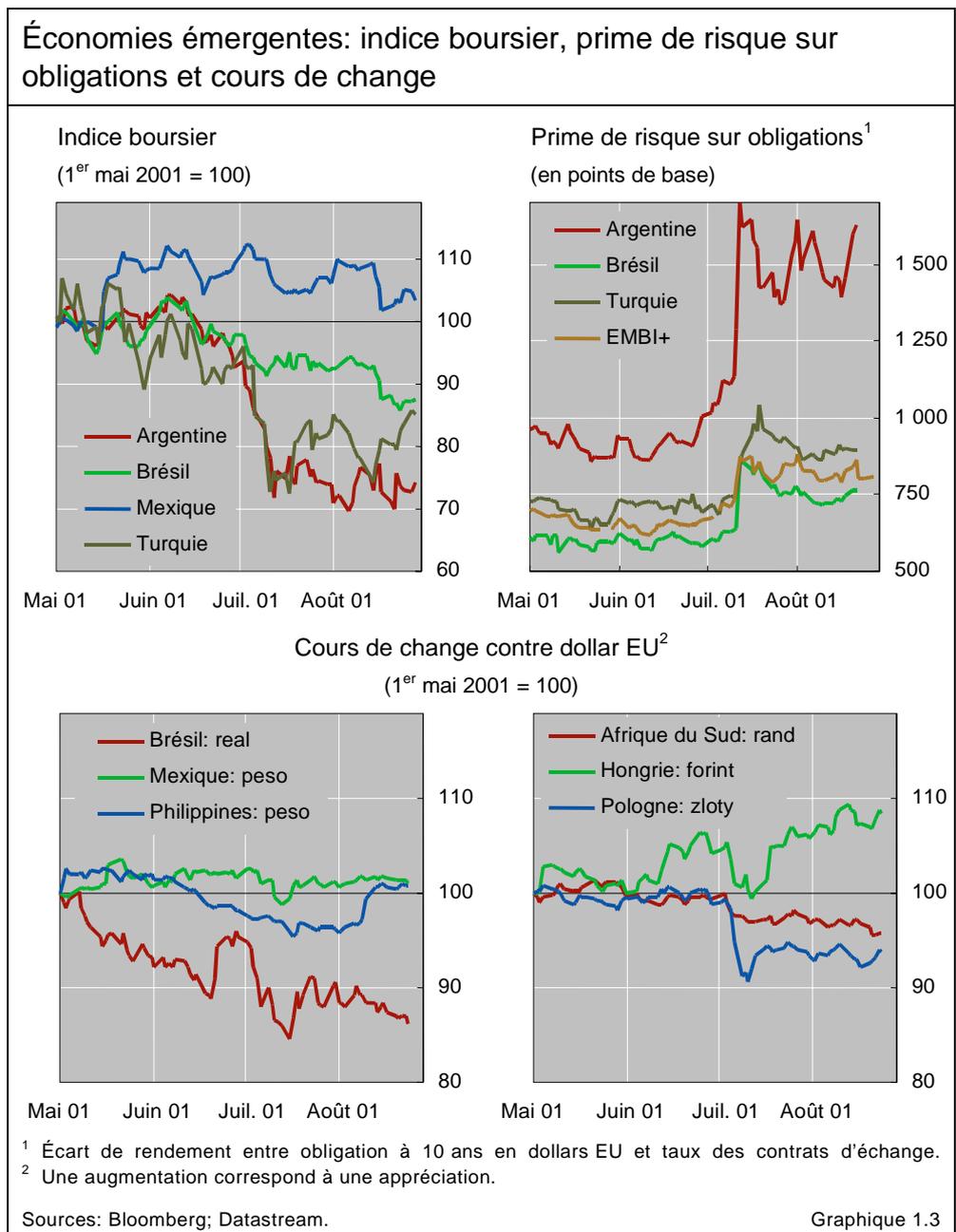
Les évolutions défavorables en Argentine et en Turquie retiennent l'attention des marchés depuis fin 2000. En février, les autorités turques ont été contraintes de dévaluer la livre, après que les difficultés de financement rencontrées par une banque locale et des signes de désordres politiques eurent suscité des préoccupations sur la stabilité du système bancaire, précipitant ainsi la fuite des capitaux. Quelques semaines plus tard, la prime de risque sur la dette souveraine de l'Argentine s'est accrue, atteignant le double du niveau de février, lorsque la baisse des recettes fiscales et la démission de deux ministres des Finances en deux semaines ont fait naître des doutes sur la capacité du gouvernement de mener à bien les réformes budgétaires. Chaque fois, les investisseurs, sans réduire automatiquement leur exposition sur l'ensemble des économies émergentes, se sont montrés attentifs à différencier les pays en fonction du risque souverain. En Turquie, la crise a paru s'estomper lorsqu'un plan d'aide du FMI a procuré un délai supplémentaire pour réaliser la restructuration. En juin, les perspectives de l'Argentine sont apparues, elles aussi, encourageantes, une fois que les autorités eurent réussi

... ne se propagent pas aux autres économies émergentes

à échanger près de \$30 milliards de dette arrivant à échéance contre des titres à plus long terme.

En juillet, cependant, les tensions réapparues en Turquie et en Argentine ont été aggravées par l'émergence de problèmes en Pologne. Le 2 juillet, un désaccord sur la composition du nouveau conseil d'administration de l'entreprise publique Turk Telekom a conduit le FMI à retarder la mise à disposition de fonds. Quatre jours plus tard, les intervenants ont été pris au dépourvu par le quasi-effondrement du gouvernement polonais lié à l'ampleur inattendue du déficit budgétaire. Le 10 juillet, le climat a encore été alourdi par l'adjudication de l'emprunt d'État argentin, si mal accueillie que le gouvernement a été obligé d'en raccourcir l'échéance et de consentir des intérêts aussi élevés que pendant la crise russe de 1998.

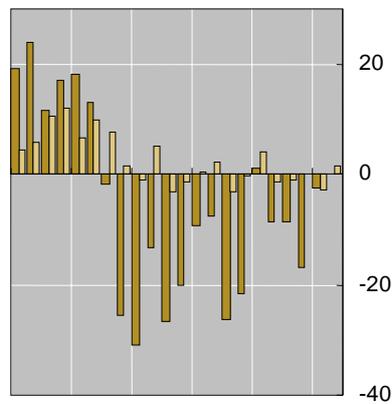
Les tensions réapparaissent en juillet ...



Économies émergentes¹: financements internationaux

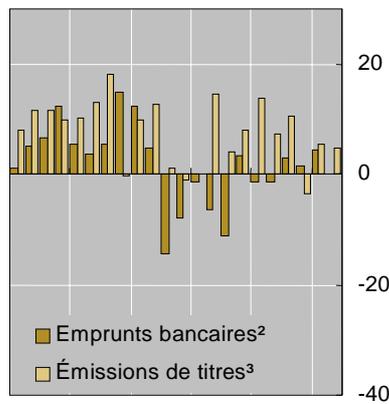
En milliards de dollars EU

Asie et Pacifique



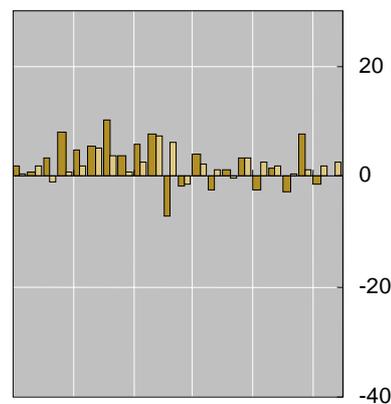
96 97 98 99 00 01

Amérique latine et Caraïbes



96 97 98 99 00 01

Europe



96 97 98 99 00 01

¹ Voir liste au tableau 7A de l'annexe. ² Variation, hors effets de change, des prêts transfrontières des banques déclarantes BRI. 2001 T2: données non encore disponibles. ³ Instruments du marché monétaire, obligations et effets, en termes nets.

Sources: Banque d'Angleterre; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; données nationales; BRI, statistiques bancaires territoriales. Graphique 1.4

... et les retombées
sont plus visibles ...

Dans un nombre surprenant d'économies émergentes, les pressions à la vente ont eu des retombées un peu plus visibles en juillet qu'en début d'année. Les monnaies déjà fragilisées, comme la livre turque et le real brésilien, se sont fortement dépréciées. Le zloty polonais, qui avait enregistré l'une des meilleures performances de l'année, a cédé 4% face au dollar, apparemment parce que des opérateurs se sont mis à dénouer leurs opérations spéculatives financées par des emprunts en euros et francs suisses. Cependant, des monnaies qui n'avaient pas été touchées jusque-là, telles que le peso mexicain, le forint hongrois et le rand sud-africain, ont commencé, elles aussi, à fléchir (graphique 1.3). L'une des raisons de cette contagion semble avoir été l'aversion accrue pour le risque représenté par les économies émergentes, notamment celles souffrant de problèmes d'endettement intérieur. Dans le cas du rand, l'impact de ces inquiétudes a été aggravé par le fait que cette monnaie est utilisée comme substitut d'autres devises africaines. Néanmoins, les principales économies émergentes d'Asie ont été, dans l'ensemble, épargnées.

... bien qu'encore
limitées

La contagion a été limitée non seulement dans l'espace, mais aussi dans le temps. En quelques jours, les investisseurs internationaux se sont de nouveau montrés attentifs à opérer une différenciation entre emprunteurs souverains. Le règlement du désaccord entre la Turquie et le FMI ainsi que l'adoption d'un budget réduit en Pologne ont permis une certaine remontée des prix des actifs sur les marchés émergents.

L'épisode de contagion est survenu alors que les signatures des économies émergentes commençaient à revenir en force sur les marchés des capitaux, après s'être généralement abstenues d'emprunter pour de gros

montants depuis le moratoire sur la dette russe de 1998 (graphique 1.4). Au deuxième trimestre 2001, les pays en développement ont émis pour \$10 milliards de titres. Les turbulences du mois de juillet ont d'abord semblé compromettre cette tendance. Dès août, toutefois, le Mexique et le Brésil ont lancé avec succès d'importantes émissions. L'accueil réservé par les investisseurs internationaux à l'emprunt mexicain à 30 ans (\$1 milliard) et à l'obligation samourã brésilienne à 2 ans (¥200 milliards), juste après les troubles en Argentine et en Turquie, a prouvé que le marché possédait une certaine capacité de résistance.

Le Mexique et le Brésil reviennent sur le marché

Le dollar EU commence à faiblir

Le dollar EU a commencé à faiblir durant les crises argentine et turque, cédant 2,7% face à l'euro entre le 6 et le 11 juillet. Certains intervenants ont attribué ce mouvement au dénouement d'opérations spéculatives sur zloty, financées par emprunts en euros, même avec des taux à court terme supérieurs à ceux du dollar, en raison de la forte corrélation entre les deux monnaies. Le dénouement de ces positions a consisté à vendre des actifs polonais et à acheter des euros, ce qui a fait baisser le dollar.

Le dénouement d'opérations spéculatives peut expliquer l'affaiblissement du dollar ...

Peu après, le dollar s'est mis à fléchir face aux autres grandes monnaies. Entre les points hauts de début juillet et le 20 août, il a perdu au total 9,1% contre euro et 4,6% vis-à-vis du yen, ce mouvement n'inversant qu'en partie la tendance antérieure; depuis le début de 1999, la monnaie américaine a progressé respectivement de 22,7% et 7,1% contre euro et yen. Néanmoins, il apparaissait que nombre des facteurs ayant contribué à sa solidité au cours des deux années précédentes commençaient à exercer moins d'influence sur l'opinion des opérateurs. Ainsi, la médiocrité persistante des indicateurs macroéconomiques a amené les intervenants à douter d'un rapide retour de la croissance aux États-Unis. Une révision en baisse des gains de productivité estimés les a également conduits à remettre en question l'opinion jusqu'alors dominante selon laquelle, une fois le ralentissement conjoncturel terminé, la croissance du PIB redeviendrait nettement plus élevée aux États-Unis que dans les autres pays développés. Alors que les marchés des actions continuaient de se replier, les petits investisseurs et dirigeants d'entreprises attentifs aux possibilités d'acquisitions sont devenus plus pondérés à l'égard des actions américaines. L'attention s'est portée sur la durabilité des mouvements de capitaux transfrontières destinés à acheter des obligations d'entreprises américaines, qui étaient censés avoir contribué à la vigueur du dollar au premier semestre 2001. Les incertitudes du marché concernant l'attitude des autorités à l'égard du cours de change peuvent aussi avoir joué un rôle dans le recul du dollar en juillet.

... mais, par la suite, sa dépréciation semble surtout liée aux perspectives de croissance

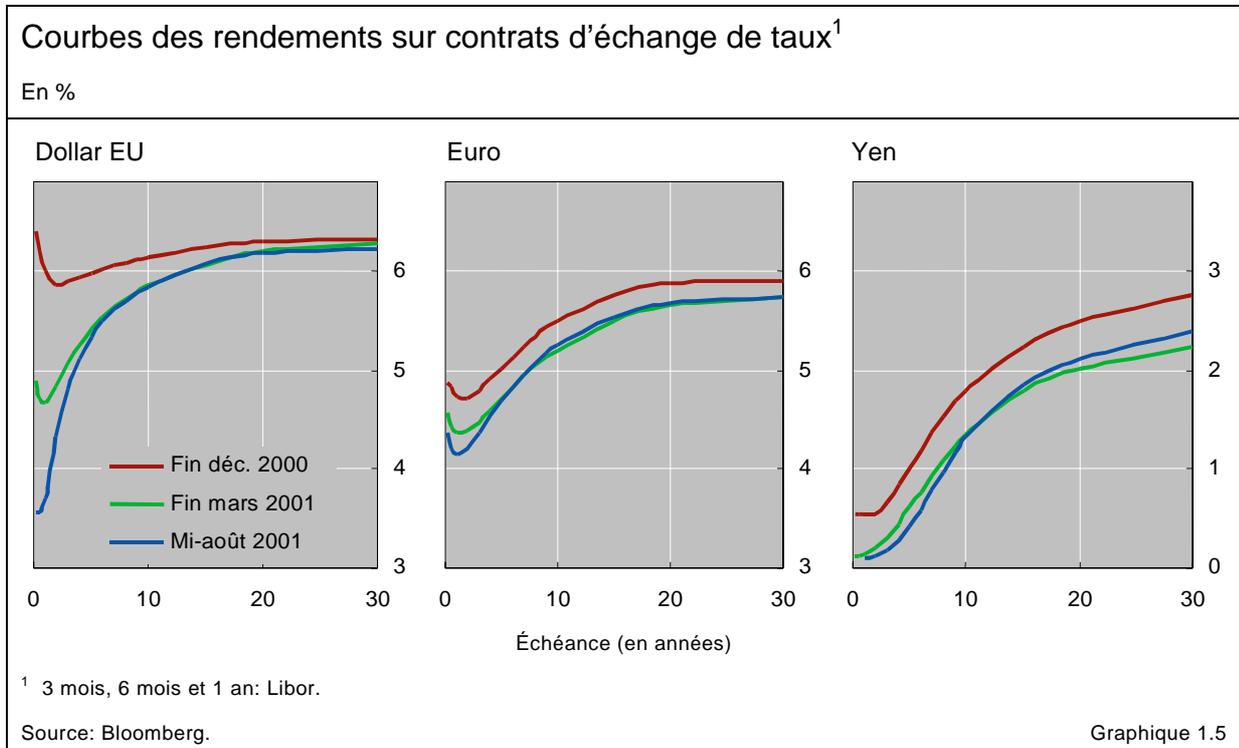
Les marchés obligataires inspirent plus de confiance

La politique monétaire rend confiance aux marchés obligataires ...

La morosité des marchés des actions et des économies émergentes tranche avec l'optimisme relatif sur l'obligataire. Au premier semestre, la Réserve fédérale des États-Unis a réduit son taux directeur de 275 points de base, processus qui a culminé le 27 juin avec une diminution de 25 points. La BCE et la Banque d'Angleterre ont abaissé, elles aussi, leur taux. Après avoir annoncé, en mars, le passage à une politique d'«assouplissement quantitatif» plus affirmée, la Banque du Japon est allée plus loin en août, en déclarant qu'elle achèterait davantage de titres d'État et autoriserait une nouvelle augmentation des réserves bancaires. À la fin de l'été, les acteurs de l'obligataire étaient arrivés à la conclusion que cette détente monétaire générale suffirait à empêcher une aggravation du ralentissement dans les principales économies. Le moment exact du redémarrage restait cependant entouré d'incertitude.

... où la pente accentuée des courbes indique un optimisme prudent

Cet optimisme relatif s'est traduit par une accentuation de la pente des courbes des rendements des contrats d'échange en dollars EU, euros et yens (graphique 1.5). Aux États-Unis et dans la zone euro, cette évolution illustrait l'espoir d'une reprise économique relativement rapide, même si l'on entendait moins souvent parler d'un profil en V. Au premier semestre 2001, tandis que le compartiment court des courbes du dollar et de l'euro s'inscrivait nettement en baisse, le segment long n'a reculé que légèrement, voire pas du tout. La persistance de rendements élevés sur le long terme reflétait en partie des facteurs temporaires particuliers, notamment l'anticipation d'une réduction moins rapide que prévu de la dette aux États-Unis, et peut-être aussi des



préoccupations concernant un éventuel réveil de l'inflation. Il est néanmoins étonnant que la réduction-surprise des taux directeurs de la Réserve fédérale, le 18 avril, comme la diminution des taux de la BCE, le 10 mai, n'aient agi que sur le compartiment court, amplifiant ainsi la pente des courbes. Au Japon, en revanche, l'accentuation de la courbe a résulté de la hausse du segment long, qui indiquait probablement l'anticipation d'une poursuite des émissions massives.

Il convient de souligner le rôle majeur de la politique monétaire et de son effet attendu à moyen terme sur l'économie dans l'évolution récente des courbes des rendements de référence dans les principaux pays. Les pentes des courbes sont restées pratiquement inchangées au cours de l'été, même lorsque les conditions macroéconomiques se sont aggravées, ce qui donne à penser que les intervenants conservaient leur confiance dans le même scénario.

Les obligations d'entreprises restent bien orientées

La détente monétaire aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon a eu des effets notables sur les valorisations des obligations d'entreprises. Pendant la première moitié de 2001, tandis que l'envolée des marchés boursiers s'essouffait, les écarts de rendement sur les titres de qualité par rapport aux contrats d'échange se sont resserrés de façon régulière (graphique 1.6). Entre le début de l'année et fin juillet, ils sont revenus, pour les obligations notées A, de 71 à 24 points de base (en dollars) et de 35 à 23 points de base (en euros). Contrairement à ce qui s'est passé en 2000, les télécoms en ont aussi bénéficié pendant la majeure partie du premier semestre, mais pas toutes, les investisseurs continuant de fuir certaines, en particulier les notations BBB ou inférieures. Le faible niveau de rémunération des instruments à court terme et la persistance de bas rendements sur les marchés des actions semblent avoir suffi à inciter les investisseurs à réexaminer favorablement le risque de crédit des entreprises, tout en restant sceptiques sur les perspectives de résultats.

Pour le papier commercial, les écarts de rendement, qui s'étaient fortement accrus fin 2000 et durant les trois premiers mois de 2001, se sont également resserrés progressivement au deuxième trimestre et avaient quasiment disparu début juin. Les turbulences du changement d'année, qui reflétaient les déclassements et défaillances d'entreprises technologiques, de compagnies d'électricité et de sociétés exposées à des procès liés à l'amiante, ont fini par s'atténuer.

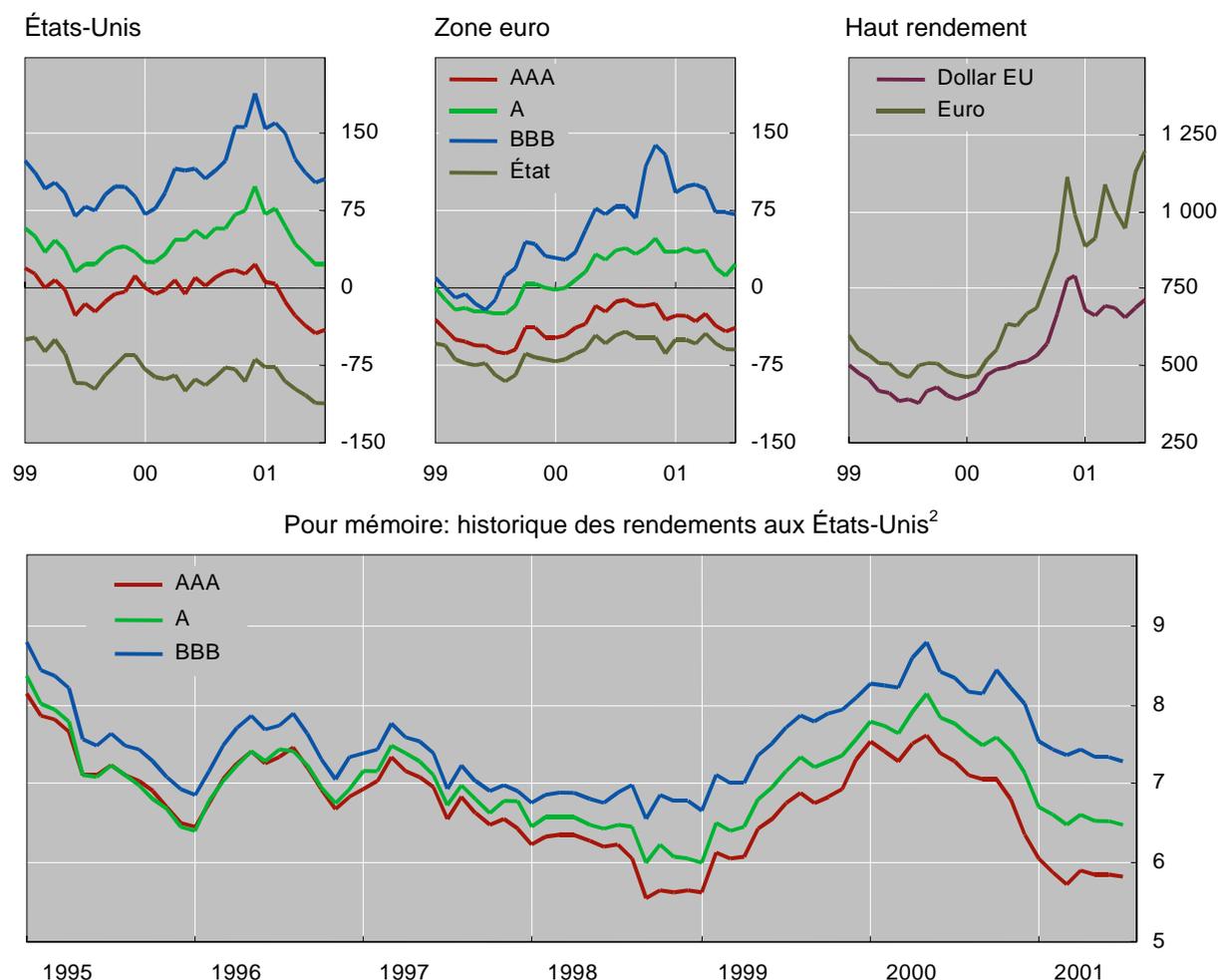
La différence de sentiment entre marchés des obligations et des actions était perceptible dans la mesure du risque de défaillance à partir d'informations sur les cours des diverses entreprises. Cette mesure indique tout au plus un léger recul du risque de défaillance ces derniers mois (graphique 1.7), malgré un resserrement des écarts de rendement. Cette différence peut exprimer les déboires des investisseurs en actions, l'année passée, ainsi que de profondes

Les marges appliquées aux entreprises se resserrent de façon régulière ...

... malgré un risque de défaillance élevé lié à la chute de leurs actions

Obligations d'État et d'entreprises: écart de rendement¹

Chiffres de fin de mois



¹ Entre indice obligataire et contrat d'échange 10 ans, en points de base. ² En %.

Sources: Bloomberg; Merrill Lynch; données nationales.

Graphique 1.6

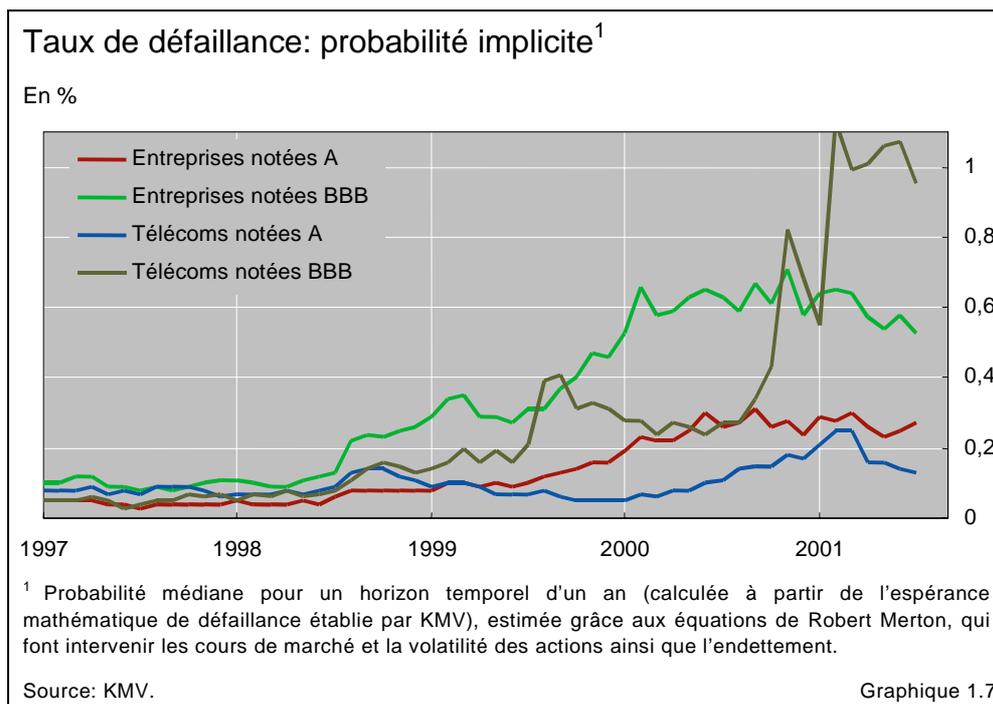
incertitudes sur les perspectives de bénéfices de nombreuses grandes entreprises technologiques. Certaines télécoms auraient des difficultés à mener à bien leurs plans de réduction de dette par cessions d'actifs.

En acceptant un resserrement des marges de crédit à long et court terme, les investisseurs semblent également ne pas avoir tenu compte de la hausse des taux de défaillance mesurés. Selon Moody's, 7,7% des émetteurs de qualité inférieure (9,4% en termes pondérés en fonction du volume en dollars) ont fait défaut pendant la période de douze mois se terminant fin juin 2001, soit le double de la moyenne annuelle 1995-2000. Moody's prévoit en outre une augmentation à près de 10% sur 2001. Dans le même temps, le nombre d'entreprises déclassées, dans cette catégorie inférieure, a progressé lentement mais régulièrement, et les déclassés ont dépassé de plus de 2% les rehaussements.

Comme les investisseurs en obligations, les banques sont restées disposées à prêter aux entreprises. Les crédits consortiaux, qui avaient baissé au premier trimestre, ont progressé au suivant (encadré page 23). Cette reprise est intervenue après que les prêts transfrontières au secteur non bancaire se furent accrus, fortement aux États-Unis et un peu moins en Europe. Cette augmentation est surprenante, étant donné que les annonces de prêts consortiaux avaient été peu nombreuses. Certaines entreprises ont vraisemblablement tiré sur leurs lignes de crédit au premier trimestre, pour se refinancer ensuite par des obligations à long terme et de nouveaux montages consortiaux. Il semble que l'essor des prêts interbancaires ait permis aux courtiers d'alimenter leurs stocks d'obligations d'entreprises pour faire face à la demande croissante des investisseurs (section 2).

Les banques restent disposées à octroyer des prêts ...

Les emprunteurs du secteur privé ont tiré parti des conditions favorables sur le marché des obligations d'entreprises et des prêts consortiaux. Voyant les investisseurs se ruier sur leurs obligations pour étoffer leur portefeuille, les entreprises ont émis un volume record de titres internationaux à long terme au premier semestre. Les émissions brutes d'obligations et d'effets par les entreprises non financières ont légèrement augmenté au deuxième trimestre et atteint un record, à \$156 milliards. Les émissions en yens ont considérablement progressé jusqu'en juillet, en raison de la persistance de faibles coûts de financement dans cette monnaie. Certains emprunteurs qui, au changement d'année, avaient été écartés du marché du papier commercial non garanti ont réussi à trouver un financement grâce à des structures adossées à des actifs. Même dans le segment des titres à haut rendement, où les marges de crédit sont élevées et volatiles, les émissions des entreprises ont été nombreuses: sur le marché interne des États-Unis, elles ont représenté environ



\$50 milliards au premier semestre, contre \$48 milliards pour l'ensemble de l'année 2000.

Si la vigueur des émissions *brutes* témoigne de la réceptivité du marché, la baisse des émissions *nettes* montre également que le ralentissement de l'économie mondiale a commencé à freiner la demande de financements. Les émissions nettes des emprunteurs non financiers ont légèrement reculé, en raison d'une intensification des remboursements, les entreprises utilisant souvent les ressources collectées pour rembourser leur dette à long terme arrivant à échéance ainsi que leur papier commercial (section 3). Malgré l'augmentation des prêts consortiaux au deuxième trimestre, les émissions nettes des établissements financiers ont considérablement baissé, ce qui indique que, même si les banques n'ont pas refusé de prêter aux entreprises, elles n'ont pas trouvé suffisamment de débouchés attrayants.

... mais ne trouvent pas de débouchés attrayants